



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

EKP:N RAHAPOLITIIKKA

2011





EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ



EKP:N
RAHAPOLITIIKKA
2011

© Euroopan keskuspankki, 2011

Käyntiosoite

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Postiosoite

Postfach 160319
60066 Frankfurt am Main
Germany

Puhelinnumero

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Faksi

+496913446000

Teleksi

411 144 ecb d

Tämän julkaisun laatimisesta vastaa EKP:n johtokunta. Julkaisu on taitettu Suomen Pankissa.

Kaikki oikeudet pidätetään. Kopiointi on sallittu opetuskäyttöön ja ei-kaupallisiin tarkoituksiin, kunhan lähde mainitaan.

Julkaisun tilastot perustuvat tammikuun 2011 lopussa käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISBN 978-92-899-0828-3 (painettu julkaisu)

ISBN 978-92-899-0829-0 (verkkojulkaisu)

SISÄLLYS

ESIPUHE	7
JOHDANTO	9
LUKU 1	
Yhteisen rahapolitiikan institutionaalinen pohja	13
LUKU 2	
Euroalueen talouden ja rahoitusjärjestelmän rakenne	29
2.1 Reaalitalouden keskeisiä piirteitä	29
2.2 Työmarkkinat	29
2.3 Julkinen sektori	32
2.4 Ulkomaankauppa	36
2.5 Rahoitusjärjestelmä	38
2.6 Rahoitusmarkkinat	40
2.7 Rahoituksenvälittäjät	48
2.8 Euroalueen talouksien keskinäiset erot	53
LUKU 3	
EKP:n rahapolitiikan strategia	55
3.1 Rahapolitiikan tehtävä ja hintavakauden edut	55
3.2 Rahapolitiikan välittymismekanismi	58
3.3 EKP:n rahapolitiikan strategia: yleiset periaatteet ja pääpiirteet	62
3.4 Hintavakauden kvantitatiivinen määrittelmä	63
3.5 Hintavakautta uhkaavien riskien analysointi	68
3.6 Rahapolitiikka, rahoitusvakaus ja varallisuushinnat	81
3.7 Avoimuus ja viestintä	83
3.8 EKP:n rahapolitiikan strategiasta tukea finanssikriisissä	87
LUKU 4	
Rahapolitiikan toteuttaminen	89
4.1 Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän tavoitteet ja yleiset suunnitteluperiaatteet	89
4.2 Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän toiminta	92
4.3 Vähimmäisvarannot	96
4.4 Avomarkkinaoperaatiot	100
4.5 Maksuvalmiusjärjestelmä	104
4.6 Keskuspankkirahoitus ja pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet	106
4.7 Rahapolitiikka tammikuusta 1999 alkaen	110

LUKU 5

Rahapolitiikan harjoittaminen vuodesta 1999 lähtien	113
5.1 Johdanto	113
5.2 Kehitys pääpiirteissään	114
5.3 Arvio rahapolitiikasta euron käyttöönoton (vuonna 1999) jälkeen	124

LIITE

Historia – kolmessa vaiheessa talous- ja rahaliittoon	127
---	-----

SANASTO	131
----------------	------------

KIRJALLISUUTTA	149
-----------------------	------------

HAKEMISTO	155
------------------	------------

KEHIKOT

1.1 Otteita perussopimusten ja EKPJ:n perussäännön keskeisistä määräyksistä	21
2.1 Järjestelyt julkisen talouden terveyden ja kestävyysvarmistamiseksi EU:ssa	35
2.2 Rahoitusmarkkinakäsitteitä	42
2.3 Raha-aggregaatit	50
3.1 Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin laatiminen ja ominaisuudet	64
3.2 EKP:n rahapolitiikan keskipitkän aikavälin näkökulma	67
3.3 Vaihtoehtoisia rahapolitiikan strategioita	68
3.4 Euroalueen kehitystä kuvaavat tilastot	71
3.5 Rahoitusmarkkinahinnoista saatavat tiedot	72
3.6 Rahan määrä ja hinnat pitkällä aikavälillä	77
3.7 Rahatalouden analyysin välineitä	79
3.8 EKP:n tärkeimmät tiedotuskanavat	86
4.1 Vastapuolet ja vakuudet	92
4.2 Perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin ja vähimmäisvarantojen pitoajanjakson muutos maaliskuussa 2004	99
4.3 Erityyppisiä avomarkkinaoperaatioita	103
5.1 Eurojärjestelmän epätavanomaiset toimet elokuusta 2007 lähtien	121

TAULUKOT

2.1 Euroalueen reaalityönnöksen tunnuslukuja vuonna 2009	30
2.2 Naisten ja miesten työhönosallistumisaste ikäryhmittäin euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2009	32
2.3 Euroalueen ulkomainen tavarakauppa vuonna 2009	37
2.4 Euroalueen 20 merkittävimmän kauppakumppanin kauppapainot	38
2.5 Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoitusvarat ja -velat vuoden 2009 lopussa	40

2.6	Euroalueella liikkeeseen laskettujen euromääräisten lyhytaikaisten velkapaperien kanta	45
2.7	Euroalueella liikkeeseen laskettujen euromääräisten pitkäaikaisten velkapaperien kanta	45
2.8	Euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa liikkeeseen laskettujen kansallisen valuutan määräisten velkapaperien kanta vuoden 2009 lopussa	46
2.9	Pörssiosakkeiden yhteenlaskettu markkina-arvo euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa	47
2.10	Pörssissä noteerattujen koti- ja ulkomaisten yritysten määrä euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa	47
2.11	Rahalaitosten määrä euroalueella	48
2.12	Euroalueen raha-aggregaatit	50
2.13	Pankkitalletukset ja -lainat euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa vuoden 2009 lopussa	52
3.1	YKHI:n pääerien painot euroalueella vuonna 2010	64
4.1	Eurojärjestelmän rahapoliittiset operaatiot	91
4.2	Luottolaitosten varantopohjaa laskettaessa huomioitavat velkaerät	98
4.3	Keskuspankin taseen rakenne	107
4.4	Vaikutus pankkijärjestelmän likviditeettiin	108

KUVIOT

1.1	EKP:n päätöksentekuelimet	18
1.2	Äänioikeuksien kierto EKP:n neuvostossa (3 ryhmää), kun euroalueeseen kuuluu 27 maata	20
2.1	Työttömyys euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa	31
2.2	Julkisen talouden alijäämä ja velka 12 maan euroalueella	37
2.3	Rahoitusjärjestelmien toiminta	39
2.4	Euroalueen rahalaitosten (ml. eurojärjestelmä) konsolidoitu tase vuoden 2010 lopussa	49
2.5	M3:n koostumus vuoden 2010 lopussa	51
2.6	Vuotuisen inflaatiovauhdin hajonta euroalueen maissa ja Yhdysvalloissa	53
2.7	BKT:n kasvun hajonta euroalueen maissa ja Yhdysvalloissa	54
3.1	Rahapolitiikan välittyminen koroista hintoihin	59
3.2	M3:n ja YKHI:n frekvenssijakaumat	78
3.3	Vakauteen tähtäävä EKP:n rahapolitiikan strategia	81
3.4	Inflaatio-odotukset euroalueella	88
4.1	Vakuudeksi toimitetut arvopaperit	94
4.2	EKP:n ohjauskorot ja eoniakorko vuodesta 1999	96
4.3	Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmä	98
4.4	Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö	104
4.5	Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö pitoajanjakson aikana	105
4.6	Perusrahoitusoperaatioiden ja pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden volyymi	109
4.7	Varantovelvoite ja riippumattomat tekijät	110
5.1	EKP:n ohjauskorkojen kuusi vaihetta	113

5.2	YKHI-inflaatio	115
5.3	Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi ja öljyn hinta	115
5.4	M1 ja lainat yksityiselle sektorille	116
5.5	M3:n kasvu	116
5.6	BKT, teollisuustuotanto ja teollisuuden luottamus euroalueella	117
5.7	Pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia kuvaavat indikaattorit euroalueella	118
5.8	Kolmen kuukauden euriborkoron ja yön yli -indeksiswapkoron välinen ero	121
5.9	Eräiden euroalueen valtioiden kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoero Saksan valtion vastaavien joukkolainojen tuottoihin nähden	123

ESIPUHE

Tammikuun 1. päivänä 1999 otettiin käyttöön uusi valuutta – euro. Nykyään euro on virallinen valuutta 17:ssä Euroopan unionin maassa ja yli 330 miljoonaa ihmistä käyttää sitä yhteisenä rahanaan. Euro turvaa koko Euroopan talouden vakautta.

Sopimuksessa Euroopan unionin toiminnasta eurojärjestelmän tärkeimmäksi tehtäväksi on asetettu hintavakauden ylläpitäminen. Taustalla on yhteiskunnassa laajalti vallitseva käsitys siitä, että pitämällä yllä hintatason vakautta rahapolitiikka voi parhaiten edistää talouskasvua, uusien työpaikkojen luomista ja sosiaalista yhteenkuuluvuutta. EKP:n neuvosto asetti jo alun perin hintavakaudelle selvän numeerisen viitearvon, jonka avulla suuri yleisö voi arvioida yhteisen rahapolitiikan onnistumista. EKP:n neuvoston tavoitteena on pitää inflaatiovauhti alle kahdessa prosentissa mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

Eurojärjestelmä on alusta asti onnistunut säilyttämään euroalueen hintavakauden keskipitkällä aikavälillä. Euron käyttöönottoa seuranneiden ensimmäisten 12 vuoden aikana euroalueen vuotuinen inflaatiovauhti on ollut hieman alle 2 %, ja inflaatioodotukset ovat pysyneet hintavakauden määritelmän mukaisina. Euron uskottavuudesta kertoo, että euroalueella kotitalouksien ostovoima on säilynyt paremmin kuin alueen yksittäisissä valtioissa edellisten 50 vuoden aikana.

Hintavakauden saavuttaminen ei ole ollut helppoa, ja yhteisellä rahapolitiikalla on ollut vastassa lukuisia merkittäviä haasteita. Euroalueen taloutta

ovat koetelleet useat epäsuotuisat sokit, kuten raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen muutokset, joita ei voi ohjailta rahapolitiikalla. Lisäksi maailmantalouden epävarmuutta ovat lisänneet 11.9.2001 tehdyt terrori-iskut ja niitä seuranneet geopoliittiset jännitteet sekä vakavin finanssikriisi sitten suuren laman.

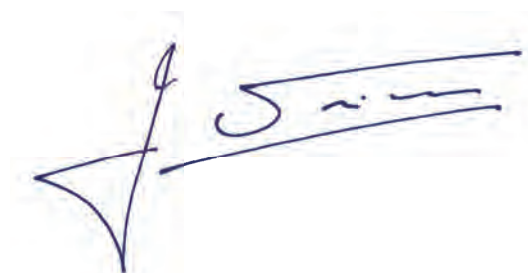
Viimeaikainen kriisi on paljastanut, että talous- ja rahaliitto EMUn institutionaalista rakennetta on tarpeen vahvistaa merkittävästi. Vaikka EMU on rahaliittona osoittautunut kestäväksi, talousliiton puolella on ilmennyt selviä heikkouksia. On syytä vahvistaa euroalueen talouden ohjausjärjestelmää, johon kuuluvat vakaus- ja kasvusopimukseen kirjattu finanssipoliittinen säännöstö ja jäsenmaiden talouspoliittinen päätöksenteko. Lisäksi on tarpeen luoda ja ottaa käyttöön tiukka ja uskottava valvontajärjestelmä.

Tässä kirjassa luodaan kattava yleiskatsaus EKP:n rahapolitiikkaan. Kirjan kolmannessa painoksessa on otettu huomioon edellisen, vuonna 2004 julkaistun painoksen jälkeinen kehitys sekä 1.12.2009 voimaan tulleen Lissabonin sopimuksen aiheuttamat oikeudelliset muutokset. Yleiskatsaus euroalueen talouden ja rahoitusjärjestelmän tärkeimpiin piirteisiin on päivitetty kuluneiden kuuden vuoden tiedoilla. Vuoden 2007 puolivälissä EKP:n neuvosto päätti perustaa tutkimusohjelman EKP:n rahatalouden analyysin parantamiseksi. Tutkimusohjelman merkittävimmät tulokset esitellään EKP:n rahapolitiikan strategian kahden analyysin yhteydessä. Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmän välineet ja menettelyt on laadittu kattaviksi ja joustaviksi,

ja niillä on pystytty tukemaan EKP:n rohkeita ja epätavanomaisia rahapoliittisia toimia, joita EKP on toteuttanut finanssikriisin hillitsemiseksi. Näitä toimia esitellään tässä painoksessa, joka tarjoaa myös tiiviin katsauksen EKP:n rahapoliittisiin päätöksiin EMUn lähes 12-vuotisen toiminnan aikana.

Uskon, että ”EKP:n rahapolitiikka” -teoksen kolmas painos auttaa ymmärtämään EKP:n rahapolitiikkaa entistä paremmin.

Frankfurt am Mainissa toukokuussa
2011

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by 'C. Trichet'.

Jean-Claude Trichet
EKP:n pääjohtaja

JOHDANTO

Tammikuun 1. päivänä 1999 Euroopan keskuspankille (EKP) siirtyi vastuu rahapolitiikasta euroalueella, joka on maailman toiseksi suurin talousalue Yhdysvaltojen jälkeen. Tämä oli merkittävä virstanpylväs Euroopan maiden pitkässä ja monivaiheisessa yhtenytymisprosessissa. Kaksitoista vuotta myöhemmin EKP nauttii maailmanlaajuisesti vankkaa luottamusta euroalueen hintavakauden ylläpitämiseen keskittyvän vakaan rahapolitiikkansa ansiosta.

EKP:n rahapolitiikan ohjausjärjestelmästä on saatu toimiva hyödyntämällä useiden keskuspankkien kokemuksia viime vuosikymmenien ajalta: epäonnistuneet talouden hienosäätöyritykset esimerkiksi johtivat stagflaatioon monissa teollistuneissa maissa 1970-luvulla, mutta hintavakaus saatiin palautettua 1980-luvulla. Yhteisen rahapolitiikan taustalla on kaksi vakaan rahapoliittisen päätöksenteon kannalta välttämätöntä pääperiaatetta. Ensinnäkin keskuspankin ensisijainen tehtävä on hintavakauden ylläpitäminen. Lissabonin sopimuksen ratifioinnin myötä hintavakauden ylläpitäminen vahvistettiin EKP:n selkeäksi tehtäväksi ja EKP:n ensisijainen tavoite eli hintavakaus asetettiin myös koko Euroopan unionin tavoitteeksi. Toiseksi keskuspankki on riippumaton. EKP voi toteuttaa tehtävänsä täysin riippumattomana poliittisista vaikuttamisyrytyksistä, eikä se saa myöntää keskuspankkirahoitusta julkisille viranomaisille.

EKP:llä on alusta asti ollut selkeä rahapolitiikan strategia, joka on osoittautunut tehokkaaksi sekä epä-

vakaina että rauhallisempina aikoina. Vuodesta 1998 lähtien EKP on määritellyt hintavakauden euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin alle kahden prosentin vuotuiseksi nousuksi keskipitkällä aikavälillä. Määritelmästä käy selvästi ilmi, että yli kahden prosentin inflaatiiovauhti ei ole sopusoinnussa EKP:n ensisijaisen tavoitteen eli hintavakauden kanssa. Hintavakauden piiriin ei kuulu myöskään hyvin hidas inflaatiiovauhti – saati deflaatio. Arvioidessaan rahapolitiikan strategiaansa vuonna 2003 EKP:n neuvosto vahvisti hintavakauden kvantitatiivisen määritelmän ja täsmensi, että euroalueen inflaatiiovauhti pyritään pitämään alle kahdessa prosentissa mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

Yksi EKP:n rahapolitiikan strategian keskeisistä tekijöistä on hintavakautta uhkaavien riskien arviointi kahden toisiaan täydentävän analyysin avulla. Ensimmäisessä, ns. ”taloudellisessa analyysissä” arvioidaan hintakehitykseen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä vaikuttavia tekijöitä. Analyysissä tarkastellaan ensisijaisesti reaalityöntöä ja kustannustekijöitä ottaen huomioon, että hintakehitykseen vaikuttaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä suuresti kysynnän ja tarjonnan välinen suhde hyödyke-, palvelu- ja tuotannontekijämarkkinoilla.

Lyhyellä aikavälillä hintakehitykseen voi vaikuttaa moni tekijä, mutta on kiistaton tosiasia, että pitkät nopean inflaation jaksot liittyvät rahan määrän nopeaan kasvuun ja että inflaatio on viime kädessä rahatalouteen liittyvä ilmiö. Toinen, ns. ”rahatalouden ana-

lyysi” perustuu rahan määrän ja inflaation keskipitkän ja pitkän aikavälin suhteeseen ja siihen, että inflaatioketjitys seurailee rahan määrän trendikehitystä. Rahatalouden analyysillä pyritään erityisesti vahvistamaan käsitystä siitä, mitkä taloudellisista analyysistä saadut lyhyen ja keskipitkän aikavälin signaalit ovat rahapolitiikan kannalta merkittäviä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Kirjan toisen painoksen jälkeisestä kehityksestä on syytä mainita kaksi tärkeää asiaa.

Rahatalouden analyysin parantaminen

Kokemus on osoittanut, että rahatalouden analyysistä viestiminen saattaa toisinaan olla haastavaa. Tämä voi johtua osittain siitä, että taloustieteessä on jo pitkään kiinnitetty liian vähän huomiota rahan määrää koskevien tietojen analysointiin sekä teoreettiseen ja empiiriseen tutkimustyöhön, jossa on tarkasteltu rahan kysynnän ja rahan luomisen välisen yhteyden vaikutusta hintojen määräytymiseen.

Rahatalouden analyysin välineitä on jalostettava ja kehitettävä jatkuvasti, kun uusia tietoja tulee saataville ja tutkimusmenetelmät kehittyvät, jotta analyysi tukisi edelleen rahapoliittista päätöksentekoa. Keväällä 2007 rahan määrän kasvu oli liiallista ja näkyvissä oli vakavia haasteita, joten EKP:n neuvosto päätti vauhdittaa EKP:n rahatalouden analyysin kehitystä aloittamalla tutkimusohjelman analyysin parantamiseksi. Uusi tutkimus¹ on auttanut ymmärtämään paremmin rahan määrän pitkän aikavälin trendikehityksen ja inflaation välistä suhdetta ja sitä, miten sillä voidaan tukea rahapoliittista päätöksentekoa. Euron käyttöönoton jälkeen kahteen analyysiin perustuva

strategia on osoittautunut kestäväksi, ja rahatalouden analyysi on näyttänyt suuntaa rahapoliittisille päätöksille.

EKP:n toimet finanssikriisin aikana

Toinen kirjan edellisen painoksen julkaisemisen jälkeen eteen tullut haaste on ollut maailmanlaajuinen finanssikriisi, joka alkoi vuonna 2007 ja kärjistyi syksyllä 2008. Epävakaina aikoina luja rahapolitiikan strategia on erityisen arvokas. EKP:n selkeä hintavakaustavoite tarjosi vahvan pohjan päätöksenteolle ja yksityisen sektorin odotusten ohjaamiselle. EKP:n uskotavuuden ansiosta hintavakausta voitiin säilyttää. Rahapolitiikan strategia osoittautui kestäväksi.

Finanssikriisin aikana rahapolitiikalla reagoitiin talouden ja rahoitusmarkkinoiden sokkeihin keskipitkän aikavälin näkökulmasta. Näin pyrittiin varmistamaan inflaatio-odotusten pysyminen tiukasti EKP:n neuvoston hintavakaustavoitteen mukaisina eli hieman alle kahdessa prosentissa keskipitkällä aikavälillä. Oli siis sivuutettava lyhyen aikavälin hinnanmuutokset ja pyrittävä palauttamaan rahapolitiikan välittymismekanismin toimivuus. Rahatalouden analyysi auttoi varmistamaan keskipitkän aikavälin näkökulman rahapolitiikan harjoittamisesta.

Kasvaneiden paineiden ja epävarmuuden aikana EKP toteutti likviditeettioperaatioita pragmaattisesti. EKP:n neuvosto paitsi laski ohjauskorkonsa historiallisen alhaiseksi myös päätti ottaa käyttöön epätavanomaisia rahapoliittisia toimia (joita kutsutaan myös tehostetuksi luotonannon tukemiseksi) saadakseen rahapolitiikan välittymismekanismin toimimaan jälleen asianmukaisesti. Kaikki epätavanomaiset toimet ovat tilapäisiä, ja ne on valtaosin

¹ Ks. L. Papademos ja J. Stark (toim.) (2010), *Enhancing monetary analysis*, EKP.

suunniteltu päättymään automaattisesti. Niiden tarkoituksena on ylläpitää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä.

Kirjan loppuosa jakautuu seuraavasti: Ensimmäisessä luvussa kuvataan tärkeimpiä institutionaalisia lähtökohtia, jotka auttavat ymmärtämään yhteistä rahapolitiikkaa. EKP:n rahapolitiikkaan perehtyminen edellyttää tietoa EMUn institutionaalisesta rakenteesta. Ensimmäisessä luvussa käydään läpi perusasiat, kuten eurojärjestelmän ensisijainen tavoite ja keskuspankin riippumattomuus.

Toisessa luvussa luodaan laaja yleiskatsaus euroalueen talouden ja rahoitusjärjestelmän rakenteeseen. Aluksi tarkastellaan reaalitytöiden tärkeimpiä piirteitä ja keskitytään tuotannon koostumukseen, väestörakenteeseen, työmarkkinoiden pääpiirteisiin, finanssipolitiikkaan sekä euroalueen ja muun maailman väliseen kauppaan. Rahoitusjärjestelmän rakenteen tärkeimpiä piirteitä tarkastellaan myös rahoitusmarkkinoiden ja rahoituslaitosten kautta.

Kolmannessa luvussa kuvataan EKP:n rahapolitiikan strategiaa eli sitä, miten EKP ylläpitää hintavakautta ensisijaisen tavoitteensa mukaisesti. Luvussa selvennetään ensin rahapolitiikan välittymismekanismien tärkeimpiä piirteitä ja niiden vaikutusta rahapolitiikan harjoittamiseen. Tämän jälkeen keskitytään EKP:n rahapolitiikan strategian keskeisiin elementteihin. Luvussa tarkastellaan myös sitä, miten EKP:n rahapolitiikan strategia ohjasi rahapoliittisia toimia maailmanlaajuisen finanssikriisin aikana.

Neljännessä luvussa selitetään, kuinka eurojärjestelmä toteuttaa rahapoliitti-

sia päätöksiä rahapolitiikan välineiden avulla. Luku alkaa yleiskatsauksella eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmän toimintaa ohjaaviin tavoitteisiin ja yleisiin periaatteisiin. Luvussa kuvataan myös yksityiskohtaisemmin tärkeimpiä rahapolitiikan välineitä (avomarkkinaoperaatioita, vähimmäisvarantojärjestelmää ja maksuvalmiusjärjestelmää). Lopuksi arvioidaan lyhyesti ohjausjärjestelmän toimintaa yhteisen rahapolitiikan ensimmäisten 12 vuoden aikana.

Viidennessä luvussa kuvataan euroalueen rahapolitiikkaa vuodesta 1999 lähtien. Ajanjakso on ollut haastava, sillä euroaluetta ovat koetelleet lukuisat talouden ja rahoitusmarkkinoiden sokit, joiden luonne, laajuus ja kesto ovat vaihdelleet. EKP:n neuvoston rahapoliittisten päätösten selkeänä tavoitteena on koko ajan ollut säilyttää hintavakaus keskipitkällä aikavälillä.

Kirjallisuuslistan teoksissa on lisätietoa aiheista, joita ei voitu käsitellä kokonaisuudessaan tässä julkaisussa.

EKP:n uudenlainen ja monipuolinen rahapolitiikan strategia on herättänyt keskustelua sekä taloustieteilijöiden että markkinaosapuolten keskuudessa. Tämän teoksen tarkoituksena on auttaa ymmärtämään EKP:n rahapolitiikan strategiaa entistä paremmin.

Frankfurt am Mainissa toukokuussa 2011



Jürgen Stark
EKP:n johtokunnan jäsen

I YHTEISEN RAHAPOLITIIKAN INSTITUTIONAALINEN POHJA

Tammikuun 1. päivänä 1999 Euroopan keskuspankille (EKP) siirtyi vastuu rahapolitiikasta euroalueella, joka on maailman toiseksi suurin talousalue Yhdysvaltojen jälkeen (tällä hetkellä euroalueeseen kuuluu 17 maata Viron liityttyä siihen 1.1.2011). Vastuun siirtäminen 11 kansalliselta keskuspankilta uudelle ylikansalliselle toimielimelle oli merkittävä virstanpylväs Euroopan maiden pitkässä ja monivaiheisessa yhdentymisprosessissa. Kaksitoista vuotta myöhemmin EKP nauttii maailmanlaajuisesti vankkaa luottamusta euroalueen hintavakautta ylläpitävän rahapolitiikkansa ansiosta. Tässä luvussa käydään läpi yhteisen rahapolitiikan ymmärtämisen kannalta keskeisimpiä institutionaalisia näkökohtia.

Yhteisen
rahapolitiikan
oikeudellinen
perusta

EKP, eurojärjestelmä ja EKPJ

Yhteisen rahapolitiikan oikeudellisen perustan muodostavat sopimus Euroopan unionista, sopimus Euroopan unionin toiminnasta sekä Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussääntö (EKPJ:n perussääntö)¹. Kehikossa 1.1. on otteita keskeisimmistä määräyksistä.

EKP, euro-
järjestelmä
ja EKPJ

Perussopimuksissa ja niihin pöytäkirjana liitettyssä EKPJ:n perussäännössä määrätään Euroopan keskuspankista (EKP), eurojärjestelmästä ja Euroopan keskuspankkijärjestelmästä (EKPJ). EKP on Euroopan unionin toimitin (sopimus Euroopan unionista, artikla 13). Eurojärjestelmän muodostavat EKP ja niiden EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, joiden rahayksikkö on euro², kun taas EKPJ:n muodostavat EKP ja kaikkien EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit (sopimus Euroopan unionin toiminnasta, artiklan 282 kohta 1)³. Niin kauan kuin kaikkien EU:n jäsenvaltioiden rahayksikkö ei ole euro, on tarpeen

tehdä ero eurojärjestelmän ja EKPJ:n välillä.

Euroalueen laajentuminen

Euroalueella tarkoitetaan niitä EU:n jäsenvaltioita, jotka ovat ottaneet euron käyttöön. Euroalue ulottuu tällä hetkellä Kyproksesta Irlantiin ja Portugalista Suomeen. Tähän mennessä yli puolet EU:n jäsenvaltioista on ottanut euron viralliseksi rahayksiköksi.

Euroalue

Euroalue on laajentunut viisi kertaa sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön 11:ssä EU:n jäsenvaltiossa vuonna 1999, ja vuonna 2011 siihen kuuluu 17 valtiota. EU:ssa on 10 jäsenvaltiota, joiden virallinen rahayksikkö ei ole euro (Bulgaria, Iso-Britannia, Latvia, Liettua, Puola, Romania, Ruotsi, Tanska, Tšekki ja Unkari). Tanskalla ja Isolla-Britannialla on erityisasema, sillä ne neuvottelivat itselleen oikeuden olla liittymättä euroalueeseen, mutta muiden kahdeksan maan odotetaan ottavan euron käyttöön tulevaisuudessa

Euroalueen
laajentuminen

¹ Lissabonin sopimus tuli voimaan 1.12.2009. Sillä muutettiin Euroopan unionista tehtyä sopimusta ja EY:n perustamissopimusta.

² Niiden EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, joiden rahayksikkö ei ole euro, eivät osallistu euroalueen rahapoliittiseen päätöksentekoon eivätkä päätösten toteuttamiseen.

³ Toisin kuin EKPJ kokonaisuutena, EKP on perussopimusten nojalla oikeushenkilö. Kaikki EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit ovat oikeushenkilöitä oman maansa kansallisen lainsäädännön nojalla.

eli ne ovat ”jäsenvaltioita, joita koskee poikkeus”.

Kestävän lähentymisen tarve

Euroalueeseen liittynyt valtio ei voi enää harjoittaa omaa korko- ja valuuttakurssipolitiikkaa. Mikäli lähentyminen ei ole kestävällä pohjalla, valtiolle saattaa tulla eteen kilpailukykyongelmia, joita ei voi enää ratkoa valuuttakurssimuutoksilla. Jotta EU:n jäsenvaltioiden liittyminen euroalueeseen sujuisi kitkattomasti, niiden on täytettävä useita oikeudellista ja taloudellista lähentymistä koskevia kriteereitä. Oikeudellista lähentymistä koskevien kriteerien mukaan euroalueeseen liittyvien maiden lakien on oltava sopusoinnussa eurojärjestelmää koskevan lainsäädännön kanssa (esimerkiksi keskuspankin riippumattomuus on turvattava). Taloudellista lähentymistä koskevia kriteereitä ovat hintatason vakaus, kestävä julkisen talouden tilanne, valuuttakurssin vakaus ja pitkien korkojen lähentyminen.

Eurojärjestelmän tehtävä, riippumattomuus ja raportointivelvoitteet

Ensisijainen hintavakauden tavoite

Sopimuksessa Euroopan unionin toiminnasta viitataan EKPJ:hin eikä eurojärjestelmään, koska perussopimuksia laadittaessa lähtökohtana oli, että kaikki EU:n jäsenvaltiot ottavat lopulta euron käyttöön. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 127 kohdan 1 mukaan EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Lisäksi EKPJ edistää artiklassa 3 määriteltyjen unionin tavoitteiden saavuttamista tukemalla EU:n yleistä talouspolitiikkaa, kunhan hintavakaustavoite ei vaarannu.

Euroopan unionista tehdyn sopimuksen artiklassa 3 määritellään EU:n tavoitteet. Niihin kuuluvat mm. Euroopan kestävä kehitys, jonka perustana ovat tasapainoinen talouskasvu ja hintava-

kaus, sekä täystyöllisyyttä ja sosiaalista edistystä tavoitteleva erittäin kilpailukykyinen sosiaalinen markkinatalous. Hintavakauden ylläpitäminen ei siis ole ainoastaan EKP:n rahapolitiikan ensisijainen tehtävä vaan myös koko EU:n tavoite. Perussopimuksissa eurojärjestelmän tavoitteet asetetaan selkeään tärkeysjärjestykseen, jonka mukaan rahapolitiikan tärkein tehtävä on ylläpitää hintatason vakautta ja siten edistää talouskasvua ja korkean työllisyysasteen saavuttamista.

Euroolle on Yhdysvaltain dollarin tavoin otettu käyttöön joustava valuuttakurssijärjestelmä, joten valuuttakurssia ei voida käyttää erillisenä rahapolitiikan välineenä. Valuuttakurssi huomioidaan rahapolitiikassa vain sikäli, kuin se vaikuttaa yleiseen taloustilanteeseen ja hintavakaushäiriöihin (ks. luku 3). Vaikka perussopimusten mukaan Ecofin-neuvosto (eli käytännössä euroryhmä) ja EKP tekevät valuuttamarkkinatoimia koskevat päätökset yhdessä, sopimuksissa todetaan myös, että valuuttakurssipolitiikan on oltava sopusoinnussa yhteisen rahapolitiikan ensisijaisen tavoitteen kanssa. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklassa 119 todetaan nimenomaisesti, että niin yhteisen rahapolitiikan kuin valuuttapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on ylläpitää hintavakautta. Lisäksi perussopimusten määräyksissä edellytetään, että valuuttapolitiikkaa koskevat päätökset eivät saa vaarantaa ensisijaista tavoitetta. Eurojärjestelmällä on yksinomainen toimivalta päättää valuuttamarkkinaoperaatioista ja toteuttaa niitä.

Valuuttakurssijärjestelmä tukee hintavakautta

Euroalueen *rahapoliittinen* päätöksenteko on keskitettyä, kun taas *finanssipoliittinen* päätöksenteko on pitkälti hajautettua, vaikkakin sitä koordinoidaan tiiviisti. Tämä kahtia-

Raha- ja finanssipolitiikka

jako on keskeinen osa institutionaalista järjestelmää, joka ohjaa raha- ja finanssipolitiikan yhteensovittamista euroalueella ja jolla pyritään varmistamaan talous- ja rahaliitto EMUn saumaton toiminta. Jäsenvaltioiden on pidettävä talouspolitiikkaansa yhteistä etua koskevana asiana ja sovitettava talouspolitiikkansa yhteen EU:n neuvostossa (sopimus Euroopan unionin toiminnasta, artiklan 121 kohta 1). Kun tavoitteet on määritelty selvästi ja velvollisuudet jaettu selkeästi eri politiikan alojen välillä, raha- ja finanssipoliittiset päätökset tukevat toisiaan, mikäli kaikki päättäjät ovat velvollisuuksiensa tasalla.

**Kestävän
julkisen talouden
rakentaminen**

Finanssipolitiikalla on merkittävä vaikutus talouskasvuun, makrotalouden vakauteen ja inflaatioon. EU:n tasolla on sovittu useista institutionaalisista järjestelyistä, joilla pyritään turvaamaan terve julkinen talous ja vähentämään hintavakautta uhkaavia riskejä (ks. kehikko 2.1). Järjestelyihin kuuluvat

- julkisen sektorin keskuspankkirahoituksen kieltäminen (sopimus Euroopan unionin toiminnasta, artikla 123)
- rahoituslaitoksille annettavien erityisoikeuksien kieltäminen (sopimus Euroopan unionin toiminnasta, artikla 124)
- jäsenvaltioiden julkisen talouden avustamiskielto (sopimus Euroopan unionin toiminnasta, artikla 125)
- määräykset liiallisten julkisen talouden alijäämien välttämiseksi (Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artikla 126, jossa määrätään myös liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä)
- vakaus- ja kasvusopimus (Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artikloista 121 ja 126 johdettu oikeus).

Yhteisen rahapolitiikan toteuttamisesta vastaa poliittisista vaikuttamisyrityksistä riippumaton keskuspankki. Monet teoreettiset tutkimukset ja empiirinen aineisto osoittavat, että keskuspankin riippumattomuus edesauttaa hintavakauden ylläpitämistä. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklassa 130 todetaan, että EKP, kansalliset keskuspankit ja näiden päätöksentekuelinten jäsenet eivät valtuuksiaan käyttäessään ja tehtäviään suorittaessaan saa pyytää tai ottaa vastaan ohjeita EU:n toimielimiltä tai laitoksilta, jäsenvaltioiden hallituksilta tai miltään muulta taholta. Lisäksi EU:n toimielinten ja laitosten ja jäsenvaltioiden hallitusten on kunnioitettava riippumattomuuden periaatetta, eivätkä ne saa yrittää vaikuttaa EKP:n tai kansallisten keskuspankkien päätöksentekuelinten jäseniin heidän suorittaessaan tehtäviään.

Eurojärjestelmän ja EKP:n päätöksentekuelinten riippumattomuuden turvana on myös muita määräyksiä. EKP:n rahoitusjärjestelyt pidetään esimerkiksi erillään Euroopan unionin taloudellisista järjestelyistä. EKP:llä on oma budjettinsa, ja sen pääoman merkittävät ja maksavat kansalliset keskuspankit. EKP:n neuvoston jäsenten toimikaudet ovat pitkiä, eikä johtokunnan jäseniä voi nimittää uudelleen. Nämä määräykset suojaavat osaltaan EKP:n päätöksentekuelinten yksittäisiä jäseniä mahdollisilta poliittisilta vaikutusyrityksiltä. Eurojärjestelmän riippumattomuutta turvaa myös se, että perussopimuksissa kielletään keskuspankkirahoituksen myöntäminen julkiselle sektorille (ks. kehikko 2.1).

**Riippumattomuuden
turvaavat
määräykset**

Raportointivelvoitteet

Jotta keskuspankki säilyttäisi legitimitteittensä, sen on oltava riippumaton ja tilivelvollinen toiminnastaan demo-

kraattisesti valituille toimielimille ja suurelle yleisölle. EKPJ:n perussäännön artiklassa 15 EKP:lle asetetaan tarkat raportointivelvoitteet, jotka eivät kuitenkaan vaaranna eurojärjestelmän riippumattomuutta. EKP:n on esimerkiksi julkaistava neljännesvuosittain kertomus eurojärjestelmän toiminnasta ja viikoittain eurojärjestelmän konsolidoitu tase. Lisäksi sen on annettava Euroopan parlamentille, EU:n neuvostolle, Euroopan komissiolle ja Eurooppa-neuvostolle vuosikertomus toiminnastaan ja rahapolitiikastaan kuluvana ja edellisenä vuonna. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 284 mukaisesti EKP:n pääjohtaja ja EKP:n johtokunnan muut jäsenet tulevat säännöllisesti kuultaviksi Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokuntaan. Käytännössä EKP ylittää lakisääteiset raportointivaatimukset (ks. luku 3).

Eurojärjestelmän tehtävät

Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 127 kohdan 2 mukaan eurojärjestelmän perustehtävinä on

- määrittellä ja toteuttaa euroalueen rahapolitiikkaa
- toteuttaa valuuttamarkkinaoperaatioita
- pitää hallussa ja hoitaa EU:n jäsenvaltioiden virallisia valuuttavaroja
- edistää maksujärjestelmien moitteetonta toimintaa.

EKP:llä on tehtäviä myös muilla aloilla. *Setelit:* EKP:llä on yksinoikeus antaa lupa setelien liikkeeseenlaskuun euroalueella. *Tilastot:* EKP kerää eurojärjestelmän tehtävien toteuttamiseen tarvittavaa tilastotietoa yhteistyössä kansallisten keskuspankkien kanssa joko kansallisilta viranomai-

silta tai suoraan talouden toimijoilta. *Rahoitusjärjestelmän vakaus ja sen valvonta:* Eurojärjestelmä tukee luottolaitosten toiminnan vakautta valvovien ja rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavien viranomaisten politiikan sujuvaa toteuttamista. *Kansainvälinen ja eurooppalainen yhteistyö:* EKP tekee eurojärjestelmän tehtävien toteuttamiseksi yhteistyötä asiaankuuluvien toimielinten, laitosten ja foorumien kanssa sekä EU:n sisällä että kansainvälisesti.

Rahoitusvakauden vallitessa rahapolitiikalla voidaan edistää muita tavoitteita parhaiten ylläpitämällä hintavakautta (ks. myös luku 3). Epävakaat rahoitusmarkkinat voivat kuitenkin heikentää keskuspankin kykyä ylläpitää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Vapaassa markkinataloudessa rahoitusvakauden saavuttaminen ja ylläpitäminen ovat ennen kaikkea markkinaosapuolten velvollisuuksia, ja näiden odotetaan arvioivan ja hallitsevan riskijään tehokkaasti sekä kantavan itse liiketoimiensa taloudelliset seuraukset. Rahoitusvakaus on kuitenkin yhteistä etua koskeva asia, joten tarvitaan järjestelyjä, jotka turvaavat rahoitusvakauden ja torjuvat epävakauden vaikutuksia.

Rahoitusvakauden edistämiseksi perussopimukseen on kirjattu erityisiä yhteistyömuotoja. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 127 kohdan 5 perusteella eurojärjestelmä avustaa toimivaltaisia viranomaisia luottolaitosten toiminnan ja rahoitusjärjestelmän vakauden valvonnassa. EKPJ:n perussäännön artiklan 25.1 mukaan EKP:ltä on pyydettyä lausunto EU:n säädösehdotuksista ja kansallisten viranomaisten lainsäädäntöluonnoksista, jotka koskevat EKP:n toimivaltaan kuuluvia aloja. EKP

Rahapolitiikka ja rahoitusvakaus

Normaalit yhteistyömuodot

voi myös antaa neuvoja ja lausuntoja EU:n neuvostolle, Euroopan komissiolle ja jäsenvaltioiden toimivaltaisille viranomaisille unionin sellaisen lainsäädännön soveltamisalasta ja täytäntöönpanosta, joka koskee luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaa ja rahoitusjärjestelmän vakautta. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 127 kohdan 6 mukaan EKP:lle voidaan antaa erityisiä luottolaitosten valvontaan liittyviä tehtäviä yksinkertaistettua lainsäätämisyjärjestystä noudattaen ja lainsäädäntöä muuttamatta.

Uudet yhteistyömuodot

Rahoitusmarkkinoilla vallonneiden vakavien jännitteiden vuoksi vuonna 2010 luotiin Euroopan rahoituksen vakautusmekanismi (ERVM) ja Euroopan rahoitusvakausväline (ERVV). Vakautusmekanismi on ollut toiminnassa 10.5.2010 lähtien, ja rahoitusvakausväline aloitti toimintansa 4.8.2010. ERVV saa laskea markkinoilla liikkeeseen joukkolainoja, joilla on euroalueen maiden takaus. Vaikeuksiin joutuneet maat voivat saada lainoja rahoituksen vakautusmekanismilta ja rahoitusvakausvälineeltä, mutta lainoihin liittyy yksityiskohtaisia ja tiukkoja ehtoja. Maaliskuussa 2011 EU:n neuvosto päätti perustaa pysyvän kriisinhallintajärjestelmän, Euroopan vakausmekanismin (EVM). EVM täydentää uudistettua talouspolitiikan ohjausjärjestelmää kesäkuusta 2013 lähtien.

Ei valtuuksia valvoa toiminnan vakautta koko euroalueella

Eurojärjestelmälle ei ole annettu suoria valvontavaltuuksia. Useissa euroalueen maissa, vaikkakaan ei kaikissa, keskuspankit ovat vastuussa toiminnan vakauden valvonnasta tai ainakin osallistuvat valvontatehtäviin. Velvollisuuksien hajauttamisen vuoksi tarvitaan tiivistä yhteistyötä 1) eurojärjestelmän sisällä eli EKP:n ja kansallisten keskuspankkien välillä, jotta mahdollisia koko euroalueen rahoitusvakautta uhkaavia

riskejä voidaan seurata, ja 2) eurojärjestelmän ja kansallisten valvontaviranomaisten välillä, jotta keskuspankkitoimintaa ja vakauden valvontaa voidaan koordinoita tiiviisti rahoitusvakauden turvaamiseksi.

Eurojärjestelmällä on kaksi päätehtävää valvonnan alalla. Ensinnäkin se seuraa ja arvioi suurimpia euroalueen rahoitusjärjestelmän vakauteen kohdistuvia riskejä ja reagoi yleisiin rahoitusmarkkinoiden sokkeihin toteuttamalla markkinaoperaatioita, joiden tarkoituksena on lievittää jännitteitä euroalueen rahamarkkinoilla. Lisäksi eurojärjestelmä avustaa toimivaltaisia kansallisia ja EU:n viranomaisia niiden määritellyissä rahoitusvakaustoimenpiteitä, jotka liittyvät rahoitusvakauden valvontaan ja arviointiin, rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn ja valvontaan sekä kriisinhallintaan. Toiseksi eurojärjestelmä huolehtii markkinainfrastruktuurin yleisvalvonnasta osana maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistämiseen liittyvää perustehtäväänsä.

Kuten finanssikriisi on jälleen osoittanut, maailmanlaajuisiin rahoitusmarkkinoihin ja toisiinsa kytköksissä oleviin rahoituslaitoksiin liittyy järjestelmäriskkejä. EU:n rahoitusjärjestelmän yleistä häiriönsietokykyä on pyritty parantamaan ja alttiutta koko järjestelmän kanalta merkittävien toimijoiden vararikolle vähentämään tekemällä tärkeitä institutionaalisia muutoksia. EU:n uusi finanssivalvontajärjestelmä otettiin käyttöön 1.1.2011. Se sisältää kolme uutta Euroopan valvontaviranomaista, jotka huolehtivat pankki-, vakuutus- ja arvopaperialan mikrovalvonnasta, sekä Euroopan järjestelmäriskikomitean (EJRK), joka on makrovakauden yleisvalvonnasta EU:ssa vastaava riippumattoman elin. EKP huolehtii EJRK:n sihteeristön tehtävistä ja tarjoaa uudelle

EU:n uusi finanssivalvontajärjestelmä

komitealle myös analyttistä, tilastollista, hallinnollista ja logistista tukea.

komiteaan kuuluvat EKP:n pääjohtaja, EKP:n varapääjohtaja ja neljä muuta yleisneuvoston jäsentä.

EJRK:n tehtävät

Euroopan järjestelmäriskikomitea (EJRK) auttaa ehkäisemään ja torjumaan EU:n rahoitusvakautta uhkaavia järjestelmäriskejä, jotka aiheutuvat kehityksestä rahoitusjärjestelmän sisällä. EJRK pyrkii erityisesti ehkäisemään laajalle leviäviä finanssialan häiriöitä ja ottaa siksi huomioon myös kokonaistalouden kehityksen. Näin EJRK edesauttaa sisämarkkinoiden moitteetonta toimintaa ja varmistaa, että rahoitussektori edistää talouskasvua kestäväällä tavalla. EJRK:n keskeisimpiä tehtäviä ovat järjestelmäriskien seuranta ja arviointi. Se antaa ennakkovaroituksia ja tarvittaessa myös suosituksia päättäjille, jotta toimiin voidaan ryhtyä ajoissa. EKP tukee EJRK:ta vaarantamatta kuitenkaan keskuspankin riippumattomuuden periaatetta. Kaikki EKP:n yleisneuvoston jäsenet ovat EJRK:n hallintoneuvoston äänivaltaisia jäseniä. EJRK:n ensimmäisenä puheenjohtajana toimii EKP:n pääjohtaja viiden vuoden toimikauden ajan. Ensimmäinen varapuheenjohtaja on EKP:n yleisneuvoston jäsen ja toimii tehtävässä niin ikään viisi vuotta. EJRK:n ohjaus-

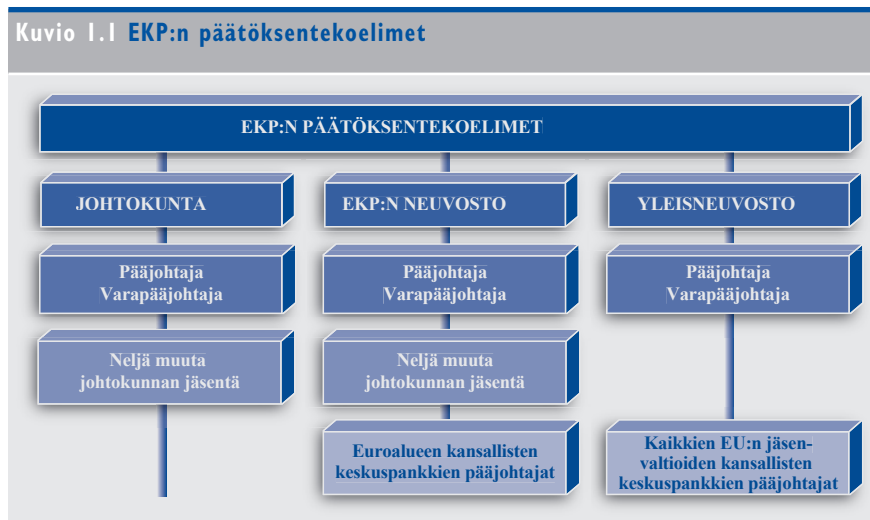
EKP:n päätöksentekuelimet

EKP:n rahapoliittiset päätökset tehdään kollektiivisesti (sopimus Euroopan unionin toiminnasta, artikkelit 129 ja 132). EKP:n päätöksentekuelimistä (ks. kuvio 1.1) kaksi – EKP:n neuvosto ja EKP:n johtokunta – vastaa yhteisen rahapolitiikan valmistelusta, harjoittamisesta ja täytäntöönpanosta. EKP:n kolmas päätöksentekuelin on yleisneuvosto.

EKP:n neuvoston muodostavat EKP:n johtokunnan kuusi jäsentä ja euroalueen kansallisten keskuspankkien pääjohtajat (17 pääjohtajaa vuonna 2011). Sekä EKP:n neuvoston että johtokunnan puheenjohtajana toimii EKP:n pääjohtaja tai hänen poissa ollessaan varapääjohtaja. EKP:n neuvoston tehtäviä ovat

EKP:n neuvosto

- suuntaviivojen antaminen ja tarvittavien päätösten tekeminen eurojärjestelmälle uskottujen tehtävien suorittamiseksi



- euroalueen rahapolitiikan määrittelyminen.

EKPJ:n perussäännön artiklan 12.1 mukaan euroalueen rahapolitiikan määrittelyyn kuuluvat mm. päätökset eurojärjestelmän rahapolitiikan välitavoitteista, ohjauksoroista ja rahoituksen tarjonnasta. EKP:n neuvosto antaa myös tarvittavat suuntaviivat päätösten toteuttamiseksi.

EKP:n johtokunta

EKP:n johtokunnan muodostavat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä neljä muuta jäsentä. Lissabonin sopimuksen tultua voimaan jäsenet nimittää määränemmistöllä Eurooppa-neuvosto EU:n neuvoston suosituksesta. EKPJ:n perussäännön (artiklat 12.1 ja 12.2) mukaisesti EKP:n johtokunta

- valmistelee EKP:n neuvoston kokoukset
- toteuttaa rahapolitiikkaa EKP:n neuvoston antamien suuntaviivojen ja päätösten mukaisesti ja antaa tarvittavat ohjeet euroalueen kansallisille keskuspankeille
- vastaa EKP:n juoksevien asioiden hoitamisesta
- käyttää EKP:n neuvoston sille tiettyissä asioissa siirtämää toimivaltaa, myös silloin kun on kyse säädösvallassa.

EKP:n yleisneuvosto

EKP:n yleisneuvoston muodostavat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä kaikkien EU-maiden kansallisten keskuspankkien pääjohtajat (27 pääjohtajaa vuonna 2011). Yleisneuvosto jatkaa toimintaansa niin kauan kuin kaikki EU:n jäsenvaltiot eivät ole ottaneet euroa käyttöön. Yleisneuvosto ei vastaa rahapoliittisesta päätöksenteosta euroalueella. Yleisneuvostolle

kuuluvat ne Euroopan rahapoliittiselta instituutilta (EMI)⁴ periytyvät tehtävät, jotka on edelleen hoidettava, koska kaikki jäsenvaltiot eivät ole ottaneet euroa käyttöön. EKPJ:n perussäännön artiklojen 43, 44 ja 46 sekä Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 141 kohdan 2 mukaisesti yleisneuvosto

- tukee euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden ja EKP:n rahapolitiikan yhteensovittamista hintavakauden turvaamiseksi
- kerää tilastotietoja
- valmistelee EKP:n toimintakertomuksia
- valmistelee euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden valuuttakurssien lopullista kiinnittämistä.

EKP:n neuvoston äänestysmenettely

Euroalueen rahapolitiikkaa ja eurojärjestelmän muita tehtäviä koskevat päätökset on tehtävä euroalueen näkökulmasta. Tehdessään päätöksiä EKP:n neuvoston jäsenet eivät ole maidensa edustajia vaan toimivat täysin riippumattomasti ja omissa nimissään. Jokaisella jäsenellä on yksi ääni. Jos äännet menevät tasan, EKP:n pääjohtajan ääni ratkaisee. EKPJ:n perussäännön artiklassa 10.2 todetaan, että EKP:n neuvoston tulee tehdä päätökset yksinkertaisella äänenenemmistöllä. Käytännössä EKP:n neuvoston jäsenet ovat kuitenkin yleensä päässeet yhteisymmärryksen rahapoliittisista päätöksistä.

EKP:n neuvoston täytyy tehdä päätöksiä riittävän nopeasti ja tehokkaasti myös euroalueen laajennuttua. Tätä varten äänestysmenettelyä oli muutettava. Eurooppa-neuvosto hyväksyi 21.3.2003 EKPJ:n perussäännön

EKP:n neuvoston äänestysmenettelyn muuttaminen

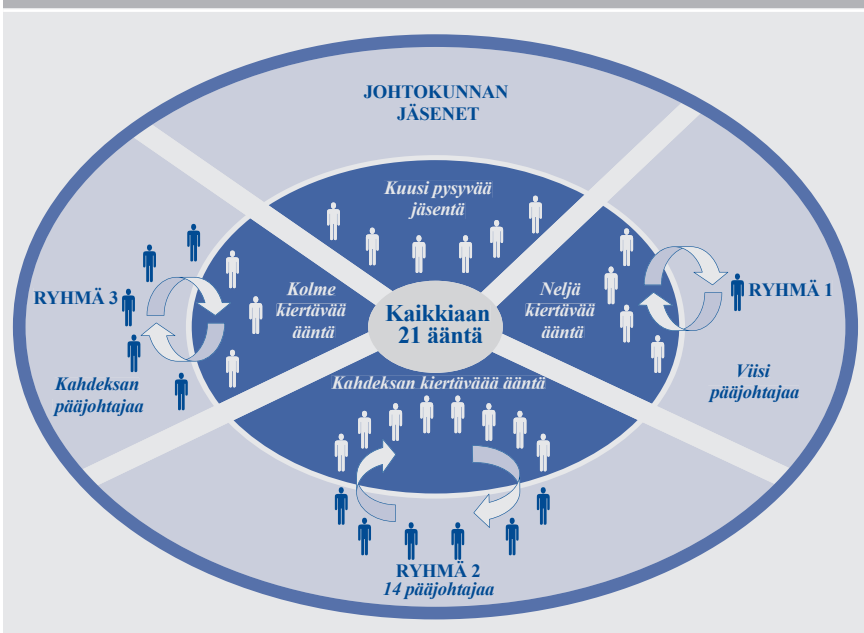
⁴ Lisätietoja EMUn historiasta on liitteessä.

artikklaan 10.2 muutoksen, jonka myötä EKP:n neuvoston äänestysmenettely uudistuu. Uuden vuorottelujärjestelmän on tarkoitus noudattaa ”yksi jäsen, yksi ääni” -periaatetta, henkilökohtaisen osallistumisen periaatetta sekä edustavuuden, toimivuuden, automaattisuuden, yhdenvertaisen kohtelun, avoimuuden ja selkeyden periaatteita. EKP:n neuvosto päätti 19.3.2009 ottaa käyttöön äänioikeuksien vuorottelujärjestelmän EKP:n työjärjestyksen artikkelissa 3a määrättyllä tavalla. Järjestelmässä kaikki EKP:n johtokunnan kuusi jäsentä saavat pitää pysyvän äänioikeutensa, mutta kansallisten keskuspankkien pääjohtajien äänioikeudet kiertävät, kun euroalueen maiden lukumäärä ylittää 18.⁵

Keskuspankkien pääjohtajat jaetaan ryhmiin EKPJ:n perussäännön artiklan 10.2 mukaisesti. Pääjohtajien äänioikeudet kiertävät joka kuukausi. Ensimmäisessä ryhmässä siirtyy kuukauden välein yksi äänioikeus; toisessa ja kolmannessa ryhmässä siirtyvien äänioikeuksien määrä vastaa ryhmään kuuluvien pääjohtajien lukumäärän ja ryhmälle annettujen äänioikeuksien lukumäärän erotusta vähennettynä kahdella. Kuvio 1.2 kuvaa kolmen ryhmän vuorottelujärjestelmää 27 maan euroalueella. Vuorottelujärjestelmällä varmistetaan hyvät osallistumismahdollisuudet ja suhteellisen vakaa äänestävä ryhmä. Kaikki pääjohtajat osallistuvat edelleen kaikkiin EKP:n neuvoston kokouksiin riippumatta siitä, onko heillä äänioikeus

⁵ EKP:n neuvosto päätti 18.12.2008 jatkaa nykyisen äänestysmenettelyn soveltamista ja siirtä vuorottelujärjestelmään vasta, kun euroalueen maiden kansallisten keskuspankkien pääjohtajien määrä ylittää 18.

Kuvio 1.2 Äänioikeuksien kierto EKP:n neuvostossa (3 ryhmää), kun euroalueeseen kuuluu 27 maata



vai ei. Vuorotteluvälit on määritetty niin, että yksittäiset kansallisten keskuspankkien pääjohtajat ovat ilman äänioikeutta vain lyhyen aikaa.

Eurojärjestelmän/EKPJ:n komiteat

EKP:n neuvoston rahapoliittisten päätösten tukena käytetään eurojärjestelmän/EKPJ:n asiantuntijoiden huolellisia valmisteluja ja analyyssejä. Euron käyttöönoton yhteydessä eurojärjestelmän hajautettua rakennetta hiottiin. Eurojärjestelmän/EKPJ:n komiteoiden vastuulla on koordinoita niitä eurojärjestelmän/EKPJ:n tehtäviä, jotka koskevat sekä EKP:tä että kansallisia keskuspankkeja.

Eurojärjestelmän/ EKPJ:n komiteat

Eurojärjestelmän/EKPJ:n komiteat koostuvat kansallisten keskuspankkien ja EKP:n asiantuntijoista ja kattavat suurimman osan eurojärjestelmän/EKPJ:n työkentästä. Asiantuntijat tarjoavat EKP:n päätöksentekoeleimille arvokasta apua ja teknisiä neuvoja. Komiteoissa voi toimia monia eri työ-

ryhmiä. Useilla tasoilla työskentely auttaa löytämään uusia näkökulmia ja rakentamaan yhteisymmärrystä eurojärjestelmän/EKPJ:n sisällä.

Nykyiset eurojärjestelmän/EKPJ:n komiteat ovat: rahapolitiikan komitea (MPC), kansainvälisten suhteiden komitea (IRC), markkinaoperaatioiden komitea (MOC), tilastokomitea (STC), maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitea (PSSC), rahoitusvakauskomitea (FSC), setelikomitea (BANCO), kustannusmetodologiakomitea (COMCO), tietotekniikkakomitea (ITC), sisäisen tarkastuksen komitea (IAC), viestintäkomitea (ECCO), lakiasiainkomitea (LEGCO), kirjanpito- ja rahoitustulokomitea (AMICO), budjettikomitea (BUCOM), henkilöstöasioiden konferenssi (HRC), eurojärjestelmän tietotekniikan ohjauskomitea (EISC) ja riskienhallintakomitea (RMC).

Kehikko 1.1 Otteita perussopimusten ja EKPJ:n perussäännön keskeisistä määräyksistä

Tähän taulukkoon on valittu otteita Euroopan unionista tehdyn sopimuksen, Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen ja EKPJ:n perussäännön keskeisistä rahapolitiikkaa koskevista määräyksistä. Perussopimusten ja perussäännön tekstit löytyvät kokonaisuudessaan sivuilta www.europa.eu ja www.ecb.europa.eu.

1. OTEITA EUROOPAN UNIONISTA TEHDYSTÄ SOPIMUKSESTA

3 artikla

3. Unioni toteuttaa sisämarkkinat. Se pyrkii Euroopan kestäväseen kehitykseen, jonka perustana ovat tasapainoinen talouskasvu ja hintavakaus, täystyöllisyyttä ja sosiaalista edistystä tavoitteleva erittäin kilpailukykyinen sosiaalinen markkinatalous sekä korkeatasoinen ympäristönsuojelu ja ympäristön laadun parantaminen. Se edistää tieteellistä ja teknistä kehitystä. [...]

4. Unioni perustaa talous- ja rahaliiton, jonka rahayksikkö on euro.

13 artikla

1. Unionilla on toimielinjärjestelmä, jolla pyritään edistämään unionin arvoja, ajamaan unionin tavoitteita, palvelemaan unionin, sen kansalaisten ja jäsenvaltioiden etuja sekä varmistamaan unionin politiikkojen ja toimien johdonmukaisuus, tehokkuus ja jatkuvuus.

Unionin toimielimet ovat seuraavat:

- Euroopan parlamentti,
- Eurooppa-neuvosto,
- neuvosto,
- Euroopan komissio, jäljempänä 'komissio',
- Euroopan unionin tuomioistuin,
- Euroopan keskuspankki,
- tilintarkastustuomioistuin.

2. Kukin toimielin toimii sille perussopimuksissa annetun toimivallan rajoissa sekä niissä määrättyjen menettelyjen, edellytysten ja tavoitteiden mukaisesti. Toimielimet tekevät keskenään vilpittömästi yhteistyötä.

3. Euroopan keskuspankkia ja tilintarkastustuomioistuinta koskevat määräykset sekä muita toimielimiä koskevat yksityiskohtaiset määräykset ovat Euroopan unionin toiminnasta tehdystä sopimuksessa.

2. OTEITA EUROOPAN UNIONIN TOIMINNASTA TEHDYSTÄ SOPIMUKSESTA

119 artikla

1. Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 3 artiklassa mainittujen tavoitteiden toteuttamiseksi jäsenvaltioiden ja unionin toimintaan sisältyy tässä sopimuksessa määrättyin edellytyksin sellaisen talouspolitiikan käyttöön ottaminen, joka perustuu jäsenvaltioiden talouspolitiikan tiiviiseen yhteensovittamiseen, sisämarkkinoihin ja yhteisten tavoitteiden määrittelyyn ja jota harjoitetaan vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti.

2. Sen ohella tähän toimintaa sisältyy perussopimuksissa määrättyin edellytyksin ja niissä määrättyjä menettelyjä noudattaen yhteinen raha, euro, sekä sellaisen yhtenäisen rahapolitiikan ja sellaisen yhtenäisen valuuttapolitiikan määrittely ja harjoittaminen, joiden ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta, ja mainittua tavoitetta kuitenkin rajoittamatta tukea yleistä talouspolitiikkaa unionissa vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti.

3. Tämä jäsenvaltioiden ja unionin toiminta merkitsee, että seuraavia johtavia periaatteita noudatetaan: vakaa hintataso, terve julkistalous ja rahatalous sekä kestävä maksutase.

121 artikla

1. Jäsenvaltiot pitävät talouspolitiikkaansa yhteistä etua koskevana asiana ja sovittavat talouspolitiikkansa yhteen neuvostossa 120 artiklan mukaisesti.

127 artikla

1. EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. EKPJ tukee yleistä talouspolitiikkaa unionissa osallistuaan Euroopan unionista tehdyn sopimuksen

3 artiklassa määriteltyjen unionin tavoitteiden saavuttamiseen, sanotun kuitenkin rajoittamatta hintatason vakauden tavoitetta. EKPJ toimii sellaiseen vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti, joka suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista, ja se noudattaa sopimuksen 119 artiklassa määrättyjä periaatteita.

2. EKPJ:n perustehtäviä ovat:

- unionin rahapolitiikan määrittelemine ja toteuttaminen,
- valuuttamarkkinatoimien suorittaminen 219 artiklan mukaisesti,
- jäsenvaltioiden virallisten valuuttavarojen hallussapito ja hoito,
- maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäminen.

3. Mitä 2 kohdan kolmannessa luetelmakohdassa määrätään, sovelletaan sen kuitenkin rajoittamatta jäsenvaltioiden hallitusten mahdollisuutta pitää hallussaan ja hoitaa valuuttamääräisiä käyttövaroja.

4. Euroopan keskuspankkia kuullaan:

- ehdotuksista unionin säädöksiksi Euroopan keskuspankin toimivaltaan kuuluvilla aloilla,
- suunnitelmista lainsäädännöksi EKP:n toimivaltaan kuuluvilla aloilla, mutta niissä rajoissa ja sellaisin ehdoin, jotka neuvosto vahvistaa 129 artiklan 4 kohdassa määrättyä menettelyä noudattaen; tällöin EKP:a kuulevat kansalliset viranomaiset.

Euroopan keskuspankki voi toimivaltaansa kuuluvilla aloilla antaa lausuntoja asianomaisille unionin toimielimille, elimille ja laitoksille sekä kansallisille viranomaisille.

5. EKPJ myötävaikuttaa luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvän toimivaltaisten viranomaisten politiikan moitteettomaan harjoittamiseen.

6. Neuvosto, joka tekee ratkaisunsa yksimielisesti ja Euroopan parlamenttia sekä Euroopan keskuspankkia kuultuaan, voi erityistä lainsäätämisyjärjestystä noudattaen annetuilla asetuksilla antaa Euroopan keskuspankille erityistehtäviä, jotka koskevat luottolaitosten sekä muiden rahoituslaitosten kuin vakuutusyriyten toiminnan vakauden valvontaan liittyvää politiikkaa.

129 artikla

1. EKPJ:ää johtavat Euroopan keskuspankin päätöksentekaelimet, jotka ovat Euroopan keskuspankin neuvosto ja johtokunta.

130 artikla

Käyttäessään sille perussopimuksilla ja EKPJ:n ja EKP:n perussäännöllä annettuja valtuuksiaan tai suorittaessaan niillä sille annettuja tehtäviään ja velvollisuuksiaan Euroopan keskuspankki tai kansallinen keskuspankki taikka Euroopan keskuspankin tai kansallisen keskuspankin päätöksentekaelimen jäsen ei pyydä eikä ota ohjeita unionin toimielimiltä, elimiltä tai laitoksilta, jäsenvaltioiden hallituksilta eikä miltään muultakaan taholta. Unionin toimielimet, elimet ja laitokset sekä jäsenvaltioiden hallitukset sitoutuvat kunnioittamaan tätä periaatetta ja pidättymään yrityksistä vaikuttaa Euroopan keskuspankin tai kansallisten keskuspankkien päätöksentekaelinten jäseniin heidän suorittaessaan tehtäviään.

219 artikla

1. Poiketen siitä, mitä 218 artiklassa määrätään, neuvosto voi joko Euroopan keskuspankin suosituksesta tai komission suosituksesta ja Euroopan keskuspankkia kuultuaan, pyrkimyksin saavuttaa hintatason vakauden tavoitteen kanssa sopusoinnussa oleva yhteisymmärrys, tehdä muodollisia sopimuksia valuuttakurssijärjestelmästä, joka koskee euron suhdetta kolmansien valtioiden valuuttoihin. Neuvosto tekee ratkaisunsa yksimielisesti Euroopan parlamenttia kuultuaan ja 3 kohdassa määrättyä menettelyä noudattaen.

Neuvosto voi joko Euroopan keskuspankin suosituksesta tai komission suosituksesta ja Euroopan keskuspankkia kuultuaan, pyrkimyksin saavuttaa hintatason vakauden tavoitteen kanssa sopusoinnussa oleva yhteisymmärrys, vahvistaa tai kumota euron keskuskurssit valuuttakurssijärjestelmässä taikka muuttaa niitä. Neuvoston puheenjohtaja antaa Euroopan parlamentille tiedon euron keskuskurssien vahvistamisesta, muuttamisesta tai kumoamisesta.

2. Jos ei ole olemassa 1 kohdassa tarkoitettua valuuttakurssijärjestelmää suhteessa yhteen tai useampaan kolmannen valtion valuuttaan, neuvosto voi joko komission suosituksesta ja Euroopan keskuspankkia kuultuaan taikka Euroopan keskuspankin suosituksesta laatia yleiset suuntaviivat tällaisia valuuttoja koskevaa valuuttakurssipolitiikkaa varten. Nämä yleiset suuntaviivat eivät vaikuta EKPJ:n ensisijaiseen tavoitteeseen pitää yllä hintatason vakautta.

282 artikla

1. Euroopan keskuspankki ja kansalliset keskuspankit muodostavat Euroopan keskuspankkijärjestelmän, jäljempänä 'EKPJ'. Euroopan keskuspankki ja niiden jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, joiden rahayksikkö on euro ja jotka muodostavat eurojärjestelmän, harjoittavat unionin rahapolitiikkaa.

2. Euroopan keskuspankin päätöksentekuelimet johtavat EKPJ:ää. EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Se antaa mainitun tavoitteen saavuttamista rajoittamatta tukensa unionin yleiselle talouspolitiikalle myötävaikuttaakseen unionin tavoitteiden saavuttamisen.

3. Euroopan keskuspankki on oikeushenkilö. Sillä on yksinoikeus antaa lupa euron liikkeeseen laskemiseen. Euroopan keskuspankki on riippumaton käyttäessään valtuuksiaan ja huolehtiessaan varainhoidostaan. Unionin toimielimet, elimet ja laitokset sekä jäsenvaltioiden hallitukset kunnioittavat tätä riippumattomuutta.

3. PÖYTÄKIRJA (N:O 4) EUROOPAN KESKUSPANKKIJÄRJESTELMÄN JA EUROOPAN KESKUSPANKIN PERUSSÄÄNNÖSTÄ

10 artikla (EKP:n neuvosto)

10.2. Kullakin EKP:n neuvoston jäsenellä on yksi ääni. Siitä päivästä alkaen, jona EKP:n neuvoston jäsenten lukumäärä ylittää 21, kullakin johtokunnan jäsenellä on yksi ääni ja äänioikeutettujen kansallisten keskuspankkien pääjohtajien lukumäärä on 15. Viimeksi mainitut 15 äänioikeutta jaetaan ja ne kiertävät seuraavalla tavalla:

- Siitä päivästä alkaen, jona kansallisten keskuspankkien pääjohtajien lukumäärä ylittää 15, siihen saakka, kunnes lukumäärä on 22, kansallisten keskuspankkien pääjohtajat

jaetaan kahteen ryhmään sillä perusteella, millä sijalla heidän keskuspankkejaan vastaava jäsenvaltio on järjestyksessä, joka määräytyy sen mukaan, miten suuri osuus kullakin jäsenvaltiolla on niiden jäsenvaltioiden, joiden rahayksikkö on euro, yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta markkinahinnoin ja rahalaitosten yhteenlasketun taseen kokonaisvaroista. Osuuksille yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta markkinahinnoin annetaan paino 5/6, ja osuuksille rahalaitosten yhteenlasketun taseen kokonaisvaroista annetaan paino 1/6. Ensimmäinen ryhmä koostuu viidestä kansallisen keskuspankin pääjohtajasta ja toinen ryhmä jäljelle jäävistä kansallisten keskuspankkien pääjohtajista. Ensimmäiseen ryhmään kuuluvilla kansallisten keskuspankkien pääjohtajilla on oltava äänioikeus vähintään yhtä usein kuin toiseen ryhmään kuuluvilla kansallisten keskuspankkien pääjohtajilla. Jollei edellisestä virkkeestä muuta johdu, ensimmäiselle ryhmälle osoitetaan neljä äänioikeutta ja toiselle ryhmälle yksitoista äänioikeutta.

- Siitä päivästä alkaen, jona kansallisten keskuspankkien pääjohtajien lukumääräksi tulee vähintään 22, kansallisten keskuspankkien pääjohtajat jaetaan kolmeen ryhmään edellä esitettyjen arviointiperusteiden mukaan määräytyvän järjestyksen mukaisesti. Ensimmäinen ryhmä koostuu viidestä kansallisen keskuspankin pääjohtajasta, ja ryhmälle osoitetaan neljä äänioikeutta. Toiseen ryhmään kuuluu puolet kansallisten keskuspankkien pääjohtajien kokonaismäärästä, missä yhteydessä mahdollinen murtoluku pyöristetään ylöspäin lähimpään kokonaislukuun, ja ryhmälle osoitetaan kahdeksan äänioikeutta. Kolmas ryhmä koostuu jäljelle jäävistä kansallisten keskuspankkien pääjohtajista, ja ryhmälle osoitetaan kolme äänioikeutta.
- Kullakin kansallisen keskuspankin pääjohtajalla on kunkin ryhmän sisällä äänioikeus yhtä pitkän ajan.
- Osuuskien laskemiseen yhteenlasketusta bruttokansantuotteesta markkinahinnoin sovelletaan 29.2 artiklaa. Rahalaitosten yhteenlasketun taseen kokonaisvarat lasketaan Euroopan unionissa laskentahetkellä sovellettavien tilastointimenetelmien mukaisesti.
- Ryhmien kokoa ja/tai koostumusta mukautetaan edellä mainittuja periaatteita noudattaen aina kun yhteenlaskettua bruttokansantuotetta markkinahinnoin tarkistetaan perussäännön 29.3 artiklan mukaisesti tai kun kansallisten keskuspankkien pääjohtajien lukumäärä kasvaa.
- EKP:n neuvosto, joka tekee päätöksensä kahden kolmasosan enemmistöllä kaikista sekä äänioikeutetuista että vailla äänioikeutta olevista jäsenistään, toteuttaa kaikki tarvittavat toimenpiteet edellä esitettyjen periaatteiden toimeenpanemiseksi ja voi päättää lykätä vuorottelujärjestelmän aloittamisen siihen päivään, jona kansallisten keskuspankkien pääjohtajien lukumäärä ylittää 18.

Äänioikeutta käytetään henkilökohtaisesti. Poiketen tästä säännöstä 12.3 artiklassa tarkoitetussa työjärjestyksessä voidaan määrätä, että EKP:n neuvoston jäsenet voivat äänestää teleneuvottelussa. Työjärjestyksessä määrätään myös, että EKP:n neuvoston jäsen, joka on pidemmän aikaa estynyt osallistumasta EKP:n neuvoston kokouksiin, voi nimetä varajäsenen EKP:n neuvoston jäseneksi.

Edellisten kohtien säännöksillä ei rajoiteta kaikilla EKP:n neuvoston äänioikeutetuilla ja vailla äänioikeutta olevilla jäsenillä 10.3, 40.2 ja 40.3 artiklan nojalla olevia äänioikeuksia.

Jollei tässä perussäännössä toisin määrätä, EKP:n neuvoston päätökset tehdään äänioikeutettujen jäsenten yksinkertaisella enemmistöllä. Jos äänet menevät tasan, puheenjohtajan ääni ratkaisee.

EKP:n neuvosto on päätösvaltainen, kun kaksi kolmasosaa sen äänioikeutetuista jäsenistä on läsnä. Jos EKP:n neuvosto ei ole päätösvaltainen, puheenjohtaja voi kutsua koolle ylimääräisen kokouksen, jossa vähimmäisjäsenmäärä ei ole päätösvaltaisuuden edellytyksenä.

10.4. Kokoukset ovat luottamuksellisia. EKP:n neuvosto voi päättää julkistaa, mihin se on käsittelyssään päätenyt.

12 artikla (Päätöksentekovelvoitteet)

12.1. EKP:n neuvosto antaa suuntaviivat ja tekee tarvittavat päätökset EKPJ:lle perussopimuksissa ja tässä perussäännössä uskottujen tehtävien suorittamiseksi. EKP:n neuvosto määrittelee unionin rahapolitiikan, mukaan lukien tarvittaessa päätökset, jotka koskevat rahapolitiikan välitavoitteita, virallisia korkoja ja varantojen hankkimista EKPJ:ssä sekä antaa tarvittavat suuntaviivat niiden täytäntöön panemiseksi.

Johtokunta toteuttaa rahapolitiikkaa EKP:n neuvoston antamien suuntaviivojen ja päätösten mukaisesti. Tässä yhteydessä johtokunta antaa tarvittavat ohjeet kansallisille keskuspankeille. Lisäksi EKP:n neuvoston päätöksellä voidaan johtokunnalle siirtää toimivaltaa tietyissä kysymyksissä.

Siltä osin kuin se on mahdollista ja tarkoituksenmukaista, EKP käyttää kansallisia keskuspankkeja sellaisten toimien suorittamiseen, jotka kuuluvat EKPJ:n tehtäviin, edellä sanotun kuitenkin rajoittamatta tämän artiklan soveltamista.

12.2. Johtokunta vastaa EKP:n neuvoston kokousten valmistelusta.

15 artikla (Velvollisuus laatia kertomuksia)

15.1. EKP laatii ja julkaisee kertomuksia EKPJ:n toiminnasta vähintään neljännesvuosittain.

15.2. EKPJ:n konsolidoitu tase julkistetaan viikoittain.

15.3. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 284 artiklan 3 kohdan mukaisesti EKP esittää vuosittain Euroopan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle sekä Eurooppa-neuvostolle kertomuksen EKPJ:n toiminnasta sekä edellisen ja kuluvan vuoden rahapolitiikasta.

15.4. Tässä artiklassa tarkoitetut kertomukset ja tiedot toimitetaan kaikkien asiasta kiinnostuneiden käyttöön veloitusetta.

17 artikla (EKP:ssa ja kansallisissa keskuspankeissa olevat tilit)

Toimiensa toteuttamiseksi EKP ja kansalliset keskuspankit voivat avata tilejä luottolaitoksille, julkisyhteisöille ja muille markkinaosapuolille ja hyväksyä vakuudeksi omaisuutta, mukaan luettuina arvo-osuusmuodossa olevat arvopaperit.

18 artikla (Avomarkkina- ja luottotoimet)

18.1. EKPJ:n tavoitteiden saavuttamiseksi ja sen tehtävien hoitamiseksi EKP ja kansalliset keskuspankit voivat:

toimia rahoitusmarkkinoilla joko ostamalla ja myymällä suoraan (avistakauppana tai termiinkauppana) tai takaisinostosopimuksella taikka antamalla tai ottamalla lainaksi euro- tai muun valuutan määräisiä saatavia ja siirtokelpoisia arvopapereita sekä jalometalleja; tehdä luottotoimia luottolaitosten ja muiden markkinaosapuolten kanssa; luottoa annettaessa vakuuksien on oltava riittävät.

19 artikla (Vähimmäisvarannot)

19.1. Jollei 2 artiklasta muuta johdu, EKP voi rahapolitiikan tavoitteiden saavuttamiseksi vaatia jäsenvaltioihin sijoittautuneita luottolaitoksia pitämään vähimmäisvarantoa EKP:ssa ja kansallisissa keskuspankeissa. EKP:n neuvosto voi vahvistaa vaadittujen vähimmäisvarantojen laskentaperustetta ja määräytymistä koskevat säännöt. Jollei näitä noudateta, EKP:lla on oikeus periä sakkokorko ja määrätä muita vaikutukseltaan vastaavia seuraamuksia.

19.2. Tämän artiklan soveltamiseksi neuvosto määrittelee 41 artiklassa määrätyn menetelyn mukaisesti perustan vähimmäisvarannolle ja suurimman sallitun varannon ja sen perustan välisen suhteen sekä aiheelliset seuraamukset määräysten noudattamatta jättämisestä.

2 EUROALUEEN TALOUDEN JA RAHOITUSJÄRJESTELMÄN RAKENNE

Hintavakauden tavoitteeseen pyrittäessä on ymmärrettävä, millaiset tekijät hinnanmuodostukseen ja rahapolitiikan välittymiseen vaikuttavat. Tässä luvussa luodaan yleiskatsaus euroalueen talouden ja rahoitusjärjestelmän rakenteeseen. Ensin tarkastellaan reaalityaloutta ja etenkin tuotantorakennetta, väestörakennetta, työmarkkinoita ja finanssipoliittikkaa sekä euroalueen ulkomaankauppaa. Luvun loppupuolella käsitellään rahoitusjärjestelmää eli raha- ja pääomamarkkinoita sekä rahoituslaitoksia, jotka jaetaan tässä rahalaitoksiin ja muihin rahoituksenvälittäjiin.

2.1 REAALITALOUDEN KESKEISIÄ PIIRTEITÄ

Euroalue on maailman toiseksi suurin talous

Yksittäisten euroalueen maiden taloudet ovat suhteellisen pieniä ja avoimia, mutta euroalue kokonaisuutena on suuri ja verrattain suljettu talous. Sen rakennetta on helpompi verrata Yhdysvaltain ja Japanin kuin yksittäisten euroalueen maiden talouksiin. Taulukossa 2.1 on joitakin euroalueen makrotalouden tunnuslukuja.⁶

Väkiluku ja osuus maailmantalouden BKT:stä

Väkiluvultaan euroalue on maailman suurin kehittynyt talous. Vuonna 2009 euroalueella oli 330,5 miljoonaa asukasta eli hieman enemmän kuin Yhdysvalloissa ja yli kaksi kertaa enemmän kuin Japanissa. Samana vuonna euroalueen osuus koko maailmantalouden BKT:stä oli 15,1 % (ostovoimalla mitattuna), Yhdysvaltain 20,4 % ja Japanin 6,0 %. Yksittäisten euroalueen maiden osuudet olivat merkittävästi pienempiä: suurimman osuus maailmantalouden BKT:stä oli vain 4,0 %.

Palveluajojen osuus BKT:stä suuri

Tuotantorakenteeltaan euroalue muistuttaa suuresti Yhdysvaltoja ja Japania. Kaikissa kolmessa palveluajojen osuus kokonaistuotannosta on suhteellises-

ti suurin. Yhdysvalloissa palvelualan rakenne on kuitenkin merkittävästi erilainen kuin euroalueella: julkisten palvelujen osuus on Yhdysvalloissa huomattavasti pienempi. Kaikissa kolmessa taloudessa teollisuus muodostaa toiseksi suurimman osan kokonaistuotannosta, kun taas maa-, kala- ja metsätalouden osuus jää kehittyneissä talouksissa verrattain pieneksi.

2.2 TYÖMARKKINAT

Euroalueella on luotu yli 13 miljoonaa uutta työpaikkaa sitten vuoden 1999. Rahaliittoa edeltäneiden kymmenen vuoden aikana työpaikkoja luotiin yhteensä 7 miljoonaa. Työttömyysaste (eli työttömien osuus työvoimasta) on kuluneen vuosikymmenen aikana vaihdellut suhdanteen mukaan. Vielä 1980- ja 1990-luvuilla nykyisen euroalueen työttömyysaste oli hyvin korkea merkittävien sokkien ja rakenteellisten jäykkyysien vuoksi (ks. kuvio 2.1). Vuonna 2010 keskimääräinen työttömyysaste oli 10,0 % eli euroalueella oli noin 15,8 miljoonaa työtöntä, ja luvut Yhdysvalloissa olivat hyvin samankaltaisia tuona vuonna. Keskimäärin euroalueen työttömyysaste on kuitenkin ollut vuodesta 1980 lähtien sel-

Rakenteellinen työttömyys euroalueella

⁶ Monien taulukoiden ja kuvioiden tiedot löytyvät myös päivitettyinä EKP:n verkkosivuilta.

Taulukko 2.1 Euroalueen reaalityalouden tunnuslukuja vuonna 2009

	Yksikkö	Euro- alue	Yhdys- vallat	Japani
Väkiluku ¹⁾	miljoonaa asukasta	330,5	307,5	127,7
BKT (osuus maailman BKT:stä) ²⁾	%	15,1	20,4	6,0
BKT asukasta kohden ²⁾	tuhatta euroa	27,1	36,9	25,8
Toimialakohtainen arvonlisäys				
Maa- ja metsätalous, kalatalous	% BKT:stä	1,6	1,1*	1,6*
Teollisuus (ml. rakentaminen)	% BKT:stä	24,1	21,0*	27,3*
Palvelut (ml. julkiset ym. ei-markkinaehtoiset palvelut)	% BKT:stä	74,3	77,9*	71,1*
Työttömyysaste (osuus työvoimasta)	%	10,0**	9,6**	5,1**
Työhönosallistumisaste ³⁾	%	71,5	74,6	74,0
Työllisyysaste ⁴⁾	%	64,7	67,6	70,0
Julkinen talous				
Ylijäämä (+) tai alijäämä (-)	% suhteessa BKT:hen	-6,3	-11,3	-8,7
Bruttovelka ⁵⁾	% suhteessa BKT:hen	79,2	68,6	180,4
Tulot	% suhteessa BKT:hen	44,6	26,6	31,6
<i>Välittömien verojen osuus</i>	% suhteessa BKT:hen	11,4	9,7	7,8
<i>Välillisten verojen osuus</i>	% suhteessa BKT:hen	13,1	7,3	8,2
<i>Sosiaaliturvamaksujen osuus</i>	% suhteessa BKT:hen	15,7	6,9	11,7
Menot ⁶⁾	% suhteessa BKT:hen	50,8	37,9	40,4
<i>Kulutusten osuus</i>	% suhteessa BKT:hen	22,2	17,1	20,1
<i>Sosiaalisten tulonsiirtojen osuus</i>	% suhteessa BKT:hen	24,3	15	25,0
Ulkomaankauppa ⁷⁾				
Tavaravienti	% suhteessa BKT:hen	14,4	7,6	10,8
Tavaroiden ja palveluiden vienti	% suhteessa BKT:hen	19,7	11,1	13,3
Tavaratuonti	% suhteessa BKT:hen	14,0	11,2	9,9
Tavaroiden ja palveluiden tuonti	% suhteessa BKT:hen	18,9	13,8	12,9
Vienti (osuus maailman viennistä ml. euroalueen sisäinen kauppa)	%	29,1	8,6	4,7
Tuonti (osuus maailman viennistä ilman euroalueen sisäistä kauppaa)	%	16,9	10	5,5
Vaihtotase	% suhteessa BKT:hen	-0,6	-2,7	2,8

Lähteet: Eurostat, IMF, Euroopan komissio, OECD, Thomson Reuters, EKP, kansalliset tilastot ja EKP:n laskelmat.

Huom.

1) Vuotuinen keskiarvo.

2) Yhdysvaltain ja Japanin tiedot on muunnettu euromääräisiksi OECD:n ostovoimapariteettien perusteella.

3) Työvoiman osuus työikäisestä väestöstä (15–64-vuotiaista). Yhdysvalloissa työssäkäyvien ja työnhakijoiden osuus siviiliväestöstä laitosten ulkopuolella (16–64-vuotiaista). Vuotuinen keskiarvo.

4) Työssäkäyvien osuus työikäisestä väestöstä (15–64-vuotiaista). Yhdysvalloissa työssäkäyvien osuus siviiliväestöstä laitosten ulkopuolella (16–64-vuotiaista). Vuotuinen keskiarvo.

5) EMU-velka eli julkisyhteisöjen sulautettu bruttovelka nimellisarvoisena. Julkiseen velkaan luetaan talletukset, muut arvopaperit kuin osakkeet sekä lainat. Vuoden lopun tietoja.

6) Euroopassa käytettyä määritelmää sovellettu myös Yhdysvaltojen ja Japanin kohdalla.

7) Euroalueen tiedot perustuvat liiketoimiin euroalueen ulkopuolisten maiden kanssa.

* Tiedot vuodelta 2008.

** Tiedot vuodelta 2010.

västi korkeampi kuin Yhdysvaltojen. Syynä ovat Yhdysvaltojen ja euroalueen työmarkkinoiden rakenteelliset erot, joiden vuoksi euroalueella on suurempi rakenteellinen työttömyys. Työmarkkinoiden rakenteita uudistettiin euroalueen maissa 1990-luvulla vaihtelevassa määrin. Osassa maista työttömyys väheni merkittävästi uudistusten myötä. Euroalueen työmarkkinoilla on kuitenkin edelleen rakenteellisia jäykkyyksiä, jotka vaikuttavat työttömyyslukuihin.

Yhdysvaltain ja euroalueen välillä ovat nuorimmissa ja vanhimmissa ikäryhmissä. Nuorimman ikäryhmän työhönosallistumisaste on euroalueella merkittävästi alhaisempi kuin Yhdysvalloissa, mikä johtunee koulutus- ja yhteiskuntajärjestelmien rakenteista ja perinteistä. Euroalueella työntekijät myös yleensä poistuvat työvoimasta eli jäävät eläkkeelle nuorempina kuin Yhdysvalloissa. Erot ovat pienempiä 25–64-vuotiaiden ikäryhmissä.

Työhönosallistumisaste on euroalueella verrattain alhainen

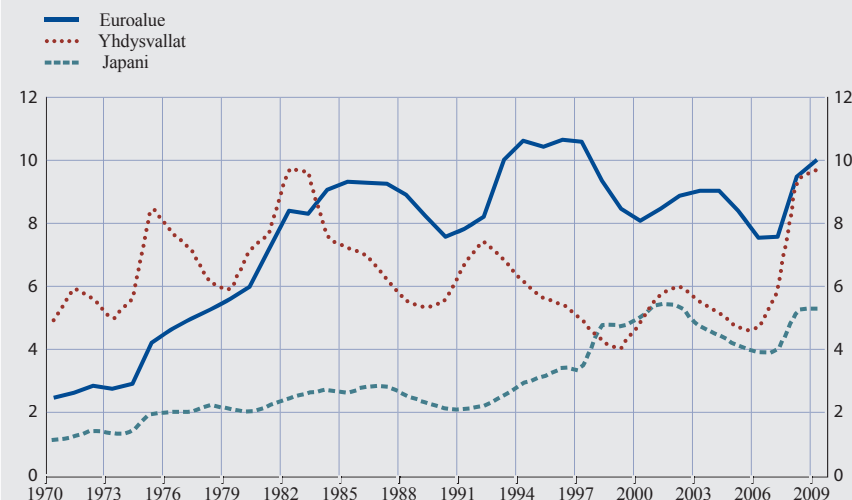
Euroalueella työttömyysaste on verrattain korkea ja työhönosallistumisaste suhteellisen alhainen (ks. kuvio 2.2). Vuonna 2009 työhönosallistumisaste oli euroalueella 71,5 % eli edelleen matalampi kuin Yhdysvalloissa (74,6 %), joskin ero on kaventunut huomattavasti. Naisten työhönosallistumisasteessa oli vuonna 2009 noin 4 prosenttiyksikön ero, miehillä noin puolet siitä. Suurimmat erot

Työllisyysaste on suhteellisen alhainen

Alhaisen työhönosallistumisasteen vuoksi työllisyysaste (eli työllisten osuus 15–64-vuotiaista) on euroalueella alhaisempi kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa. Japanissa työllisyysastetta parantaa maan alhainen työttömyysaste. Vuonna 2009 euroalueen työllisyysaste oli noin 65 % (ks. taulukko 2.1). Verrattain alhainen työllisyysaste ja pienempi työtuntien määrä työntekijää kohden ovat tärkeimpiä syitä siihen,

Kuvio 2.1 Työttömyys euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa

(prosentteina työvoimasta; vuositietoja)



Lähde: Euroopan komissio.

Taulukko 2.2 Naisten ja miesten työhönosallistumisaste ikäryhmittäin euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2009

(prosentteina työkäisestä väestöstä)

	Euroalue			Yhdysvallat		
	Miehet	Naiset	Yhteensä	Miehet	Naiset	Yhteensä
Ikäryhmä	78,5	64,6	71,5	80,4	69,0	74,6
15–24-vuotiaat ¹⁾	46,9	40,8	43,9	58,5	55,2	56,9
25–34-vuotiaat	91,2	78,8	85,1	90,3	75,0	82,7
35–44-vuotiaat	94,7	79,6	87,2	91,7	75,9	83,7
45–54-vuotiaat	91,7	75,1	83,3	87,4	76,0	81,6
55–59-vuotiaat	74,4	55,5	64,8	78,0	68,5	73,1
60–64-vuotiaat	38,2	22,4	30,1	60,9	49,9	55,1

Lähteet: Eurostat ja Yhdysvaltain Bureau of Labour Statistics.

1) Yhdysvalloissa 16–24-vuotiaat.

Rakenteelliset jäykkyydet voivat haitata työmarkkinoiden tehokkuutta

että euroalueella BKT asukasta kohden on pienempi kuin Yhdysvalloissa.

Työsuhdeturvalainsäädäntö, työttömyyskorvausjärjestelmät, palkanmuodostus ja työn verotus sekä muut työmarkkinoiden institutionaaliset tekijät vaikuttavat merkittävästi talouskehitykseen. Työmarkkinoiden rakenteelliset jäykkyydet hidastavat talouden sopeutumista haitallisiin sokkeihin. Rakenteelliset jäykkyydet taloudessa voivat myös vaikuttaa työttömyysasteen jäämiseen suhteellisen korkeaksi. Lisäksi työmarkkinoiden jäykkyydet asettavat rajoituksia sille, miten nopeasti talous voi kasvaa inflaatiota kiihdyttämättä.

2.3 JULKINEN SEKTORI

Finanssipolitiikka vaikuttaa talouteen

Finanssipolitiikka vaikuttaa eri kanavien välityksellä merkittävästi talouskasvuun ja inflaatioon. Erityisen suuri merkitys on julkisten menojen ja tulojen suuruudella ja rakenteella sekä julkisen talouden alijäämällä ja velalla. Jos julkinen talous on epätasapainossa, seurauksena voi

olla kysyntä- ja inflaatiopaineita, joiden vuoksi rahapolitiikasta vastaava viranomainen joutuu pitämään lyhyet korot korkeampina kuin muuten olisi tarpeen. Jos esimerkiksi julkiset menot kasvavat liikaa ja kasvattavat kokonaiskysyntää tilanteessa, jossa talouden kapasiteetti on jo lähes kokonaan käytössä, seurauksena voi olla inflaatiopaineita. Julkisen talouden epätasapaino voi myös heikentää luottamusta vakauteen tähtäävään rahapolitiikkaan, jos keskuspankin odotetaan viime kädessä auttavan valtiota, joka on ottanut liikaa velkaa. Suuri julkinen velka voi vaarantaa rahoitusvakauden, jos keskuspankin täytyy sen vuoksi toteuttaa interventioita varmistaakseen, että markkinat ja rahapolitiikan välittymismekanismi toimivat kitkatta. Jos julkisyhteisöillä on paljon velkaa, se voi haitata myös reaalitytöitä. Julkisyhteisöjen rahoituksenhankinta pääomamarkkinoilta kasvattaa herkästi pääomakustannuksia, mikä saattaa vähentää (syrjäyttää) yksityisiä investointeja. Näitä riskejä on pyritty ehkäisemään useilla Euroopan unionin toiminnasta tehdyn

sopimuksen määräyksillä. EKP:n on kuitenkin edelleen tärkeää seurata tarkasti finanssipoliittista kehitystä euroalueen maissa.

Makrotalouden ja rahoitusjärjestelmän vakaus edellyttää tervettä finanssipolitiikkaa

Kurinalainen finanssipolitiikka on yksi toimivan rahaliiton perusedellytyksiä. Alueella, jolla on yhteinen raha ja yhdentyneet rahoitusmarkkinat, jokaisen maan julkisen talouden kehitys vaikuttaa myös muihin maihin. Vaikka finanssipolitiikka on talous- ja rahaliitto EMUn kolmannessakin vaiheessa jäsenvaltioiden vastuulla, EU:n tason järjestelyillä varmistetaan, että kaikkien maiden ja siten koko euroalueen julkinen talous on terveellä ja kestäväällä pohjalla (ks. kehikko 2.1). Hintavakautta uhkaavia riskejä pyritään vähentämään etenkin liiallisia alijäämiä koskevalla menettelyllä, jolla edistetään finanssipoliittista kuria. Menettely on kirjattu Euroopan unionin toiminnasta tehtyyn sopimukseen, ja se on mukana myös vuonna 1997 hyväksytyssä vakaus- ja kasvusopimuksessa. Vuonna 2005 tehty uudistus heikensi järjestelyjä lisäämällä joustoa ja poliittista harkintavaltaa. Uudistetun vakaus- ja kasvusopimuksen myötä kukin jäsenvaltio asettaa itselleen keskipitkän aikavälin tavoitteen, jonka EU:n neuvosto arvioi. Sopimuksen mukaan maiden on pyrittävä sopeuttamaan rakenteellista julkisen talouden rahoitusasemaansa vuosittain vähintään 0,5 prosentilla suhteessa BKT:hen. Tavoitteessa otetaan kuitenkin huomioon rakenneuudistusten mahdollinen vaikutus tuloihin ja menoihin.

Julkisen talouden epätasapainoon liittyvien ongelmien vuoksi halutaan varmistaa, että finanssipolitiikassa otetaan huomioon makrotalouden ja rahoitusmarkkinoiden vakaus eli vältetään liiallisia alijäämiä ja tähdätään tasapainoiseen rahoitusasemaan keskipitkällä aikavälillä. Talous- ja rahaliittoa edeltäneinä vuosikymmeninä valtion menot kasvoivat monissa Euroopan maissa hallitsemattomasti, verotus kiristyi ja julkisyhteisöt velkaantuivat. Talous- ja rahaliitossa valuttariskin poistuminen ja vakauteen tähtäävä politiikka saivat velan korot laskemaan monissa maissa huomattavasti. Talous- ja rahaliiton ensimmäisinä vuosina vakaus- ja kasvusopimuksella pystyttiin varmistamaan melko hyvin, että liialliset alijäämät korjautuivat, joskin viiveellä ja suotuisan talouskehityksen myötävaikutuksella. Yleisesti ottaen jäsenvaltiot eivät kuitenkaan pystyneet saavuttamaan tyydyttävästi keskipitkän aikavälin tavoitteitaan. Finanssikriisin jälkimainingeissa EU:n toimielimet ovat ryhtyneet valmisteluihin vakaus- ja kasvusopimuksen vahvistamiseksi ja valvontajärjestelmän luomiseksi makrotalouden tasapainottomuuksien varalle.

Julkinen talous (valtionhallinto, osavaltio- ja paikallishallinto sekä sosiaaliturvarahastot) muodostaa euroalueella suuremman osan koko taloudesta kuin Yhdysvalloissa tai Japanissa. Vuonna 2009 julkisten menojen määrä oli euroalueella 50,8 prosenttia suhteessa BKT:hen. Yhdysvalloissa julkisyhteisöjen menojen BKT-suhde oli noin 37,9 % ja Japanissa noin 40,4 %.

BKT:hen suhteutettuina julkisen talouden menot ovat euroalueella melko suuret...

**lähinnä julkisten
kulutusmenojen
ja kotitalouksille
maksettavien
tulonsiirtojen
vuoksi**

Euroalueella julkisen talouden menot ovat melko suuret suhteutettuina BKT:hen erityisesti sen vuoksi, että julkiset kulutusmenot ja kotitalouksille maksetut tulonsiirrot ovat suhteessa suurempia kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa. Osasyynä eroon on tehtävien erilainen jakautuminen yksityisen ja julkisen sektorin kesken. Lisäksi Euroopassa on sosiaaliturvajärjestelmät, joiden vuoksi väestön ikärakenne kasvattaa julkisia menoja. Monissa EU:n jäsenvaltioissa tilanne vaikeutuu väestön ikääntyessä, jolle niissä ryhdytä poliittisiin uudistuksiin. Ilman poliittisia uudistuksia julkisten menojen BKT-suhte kasvaisi Euroopan komission ja EU:n talouspoliittisen komitean vuonna 2009 laatiman perusskenaarion mukaan euroalueella 5,2 prosenttiyksiköllä ajanjaksona 2007–2060. Skenaariossa julkisten eläkemenojen kasvu nopeutuisi euroalueella vuoden 2020 jälkeen ja hidastuisi taas vuoden 2050 jälkeen.

**Julkisen
talouden
tulot**

Euroalueella sosiaaliturvamaksujen osuus julkisen talouden tuloista on paljon suurempi kuin Yhdysvalloissa tai Japanissa. Välilliset verot ovat euroalueella tärkeämpi tulonlähde kuin Yhdysvalloissa, kun taas Yhdysvalloissa välittömien verojen osuus kokonaisverokertymästä on paljon suurempi.

**Julkisen talouden
rahoitusasema ja
bruttovelka**

Kun nykyistä euroaluetta tarkastellaan kokonaisuutena, julkisen talouden menot olivat jatkuvasti tuloja suuremmat eli julkisen talouden rahoitusasema oli alijäämäinen vuodesta 1970 vuoteen 2000. Vuonna 1993 alijäämäsuhte oli jo lähes 6 % mutta

pieneni sitten vähitellen ja oli vuonna 2000 enää 1 % (ks. kuvio 2.2). Vuosina 2000–2003 julkisen talouden alijäämäsuhte kasvoi 3 prosenttiin osin menokurin höltyamisen vuoksi. Vuoden 2007 loppuun mennessä se kuitenkin pieneni taas alle 1 prosenttiin pääasiassa suotuisan talouskehityksen ansiosta. Julkisen talouden bruttovelka oli euroalueella suurimmillaan vuosina 1996–1997, jolloin velkasuhde oli 74 %. Bruttovelka oli kasvanut tasaisesti kaksi vuosikymmentä. Muutaman vuoden vakaantumisen jälkeen velkasuhde pieneni hieman ja oli vuoden 2007 lopussa 66 %. Monessa yksittäisessä maassa julkisyhteisöjen velka- ja alijäämäsuhteiden pitäisi kuitenkin vielä supistua, jotta voidaan vastata väestön ikääntymisen tuottamiin haasteisiin.

Ennennäkemätön talous- ja finanssikriisi sai euroalueen alijäämäsuhteen kasvamaan nopeasti vuosina 2008–2009. Vuonna 2009 BKT:hen suhteutettu alijäämä oli jo 6,3 %. Velkasuhdekin kasvoi nopeasti euroalueella (noin 13 prosenttiyksikköä kahdessa vuodessa), ja vuonna 2009 BKT:hen suhteutettu velka oli 79,1 %. Neljästätoista euroalueen maassa alijäämäsuhte ylitti 3 prosentin viitearvon, ja kymmenessä maassa velkasuhde oli yli 60 % (ks. kehikko 2.1). Myös Yhdysvaltain ja Japanin alijäämäsuhteet kasvoivat merkittävästi. Yhdysvalloissa BKT:hen suhteutettu alijäämä oli 11,3 % ja Japanissa 8,7 % vuonna 2009. Yhdysvaltain julkisen talouden bruttovelkasuhde oli 68,6 % eli edelleen hieman pienempi kuin euroalueella, mutta Japanissa velkasuhde oli jo 180,4 %.

Kehikko 2.1 Järjestelyt julkisen talouden terveyden ja kestävyyden varmistamiseksi EU:ssa

Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa määrätään yhteisestä rahapolitiikasta, mutta vastuu talouspolitiikan muista osa-alueista (esim. finanssi- ja rakennepolitiikka) on edelleen jäsenvaltioilla. Perussopimuksen artiklassa 121 määrätään kuitenkin, että jäsenvaltioiden on pidettävä talouspolitiikkaa yhteistä etua koskevana asiana. Apuna ovat EU:n talouspolitiikan laajat suunta-viivat. Finanssipolitiikan on oltava kurinalaista, jotta talous- ja rahaliitto toimii.

Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa on useita määräyksiä, joilla pyritään varmistamaan finanssipolitiikan kurinalaisuus ja julkisen talouden terveys ja kestävyys.

Ensinnäkin sopimuksessa todetaan selkeästi, että keskuspankit eivät saa rahoittaa julkisyhteisöjen alijäämiä eivätkä rahoituslaitokset saa tarjota julkiselle sektorille edullisempia ehtoja kuin muille. Näillä määräyksillä lisätään kurinalaisen finanssipolitiikan kannustimia, ja niillä on merkitystä myös yhteisen rahapolitiikan hintavakaustavoitteen uskottavuuden kannalta. Tarkalleen ottaen artiklassa 123 kielletään EKP:tä ja kansallisia keskuspankkeja rahoittamasta julkisen talouden alijäämiä myöntämällä tilinlytysoikeuksia tai muita vastaavia luottojärjestelyjä. Artiklassa 124 kielletään antamasta julkisyhteisöille tai unionin toimielimille tai laitoksille erityisoikeuksia rahoituslaitoksissa.

Myös sopimukseen sisältyvä selkeä avustamiskielto edistää vakauteen tähtäävää finanssipolitiikkaa, sillä sen mukaan EU ei saa vastata yksittäisten jäsenvaltioidensa sitoumuksista eivätkä EU:n jäsenvaltiot toistensa sitoumuksista. Tällä määräyksellä varmistetaan, että vastuu julkisen velan takaisinmaksusta pysyy jäsenvaltioilla. Siten se edistää kurinalaista kansallista finanssipolitiikkaa. Tarkalleen ottaen Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 125 kohdassa 1 sanotaan, että EU ja sen jäsenvaltiot eivät ole vastuussa eivätkä ota vastatakseen sitoumuksista, joita (toisten) jäsenvaltioiden keskushallinnoilla, alueellisilla, paikallisilla tai muilla viranomaisilla, muilla julkisoikeudellisilla laitoksilla tai julkisilla yrityksillä on.

Lisäksi Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklassa 126 ja yhdessä sopimukseen liitetyistä pöytäkirjoista määritellään liiallisia alijäämiä koskeva menettely ja terveen julkisen talouden edellytykset. Artiklan 126 kohdassa 1 edellytetään, että jäsenvaltiot välttävät liiallisia julkisen talouden alijäämiä. Sitä, noudattavatko jäsenvaltiot tätä vaatimusta, arvioidaan vertaamalla niiden BKT:hen suhteutettua julkisen talouden alijäämää ja velkaa niille määritettyihin viitearvoihin. Alijäämäsuhteen viitearvo on 3 % ja velkasuhteen viitearvo 60 % BKT:stä. Tiettyjen Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa määriteltyjen ja vakaus- ja kasvusopimuksessa täsmennettyjen olosuhteiden vallitessa alijäämä tai velka voi ylittää viitearvon ilman, että maalla katsottaisiin olevan liiallinen alijäämä. Jos EU:n neuvosto katsoo, että jollakin maalla on liiallinen alijäämä, tilanteen korjaamiseksi ryhdytään liiallisia alijäämiä koskevassa menettelyssä määriteltyihin toimiin. Menettelyn viime vaiheessa voidaan määrätä seuraamuksia, mikäli tilannetta ei edelleenkaan ole korjattu.

Finanssipolitiikan ohjausjärjestelmä tehostui merkittävästi talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alussa, kun vuonna 1997 tehty vakaus- ja kasvusopimus tuli voimaan.

Sopimukseen sisältyy Eurooppa-neuvoston päätöslauselma vakaus- ja kasvusopimuksesta, neuvoston asetus julkisyhteisöjen rahoitusaseman valvonnan sekä talouspolitiikan valvonnan ja yhteensovittamisen tehostamisesta sekä neuvoston asetus liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä. Hyväksyessään vakaus- ja kasvusopimuksen jäsenvaltiot sitoutuivat pitämään julkisen talouden rahoitusasemansa keskipitkällä aikavälillä lähellä tasapainoa tai ylijäämäisenä. Siten tavanomaiset suhdannevaihtelut eivät pääse kasvattamaan alijäämäsuhdetta yli 3 prosentin viitearvon ja velkasuhdekin pystytään palauttamaan nopeasti kestäväksi.

Vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevään osaan kuuluu aiempaa konkreettisempi monenvälinen valvontamenettely, jossa euroalueeseen kuuluvat maat laativat vakausohjelmia ja euroalueen ulkopuoliset EU:n jäsenvaltiot lähentymisohjelmia. Ohjelmat laaditaan vuosittain, ja niissä luodaan yleiskatsaus maan talouskehitykseen ja julkisen talouden kehitykseen, asetetaan julkisen talouden rahoitusaseman kehitykselle keskipitkän aikavälin tavoite sekä määritetään sopeutustoimia, joiden avulla tavoitteeseen pyritään. Sopimuksen korjaavassa osassa selkeytetään liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn aikataulua ja siihen sisältyviä toimia.

Vakaus- ja kasvusopimusta uudistettiin vuonna 2005, ja sekä ennaltaehkäisevän että korjaavan osan menettelyjä muutettiin joustavammiksi. Ennaltaehkäisevässä osassa annettiin lisää harkinnanvaraa keskipitkän aikavälin tavoitteiden asettamiseen ja tavoitteisiin pyrkimiseen. Korjaavassa osassa lisättiin harkinnanvaraa liiallisen alijäämän olemassaolon toteamiseen, minkä lisäksi pidennettiin määräaikoja. Muun muassa EKP varoitti tuolloin, että muutokset heikentäisivät EU:n finanssipolitiikan ohjausjärjestelmän tehoa ja voisivat vaarantaa euroalueen maiden julkisen talouden kestävyuden. Vuoteen 2009 mennessä julkisen talouden rahoitusasemat heikkenivät selvästi. EU:n ja euroalueen talouspolitiikan ohjausjärjestelmää onkin ryhdytty vahvistamaan, ja samalla uudistetaan vakaus- ja kasvusopimus.

2.4 ULKOMAANKAUPPA

Euroalue on Yhdysvaltoihin ja Japaniin verrattuna suhteellisen avoin talous

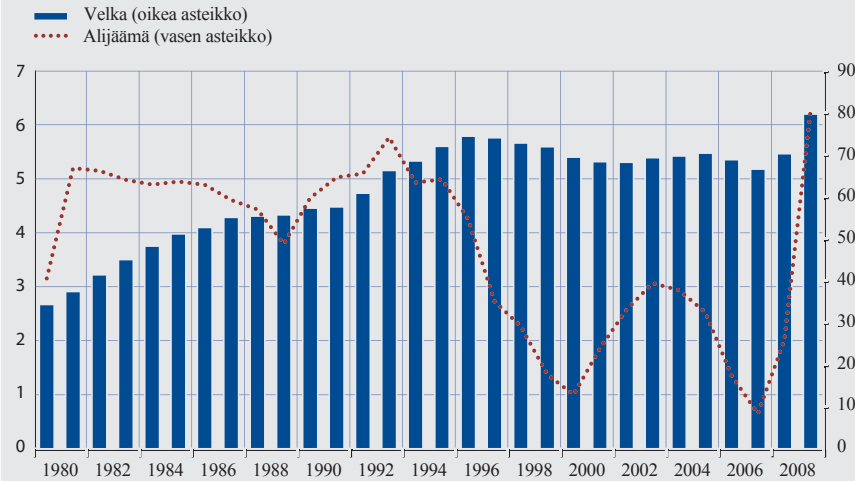
Muihin suuriin kehittyneisiin talouksiin verrattuna euroalueen talous on melko avoin, eli maailmantalouden kehitys voi vaikuttaa siihen merkittävästi. Vuonna 2009 tavaroiden ja palvelujen viennin ja tuonnin yhteenlaskettu arvo oli noin 38 % suhteessa bruttokansantuotteeseen (Japanissa 26 % ja Yhdysvalloissa 25 %, ks. taulukko 2.1.). Kokonaisuutena euroalueen talous on silti vähemmän avoin kuin yksittäisten euroalueen maiden taloudet. Maailmantalouden vaikutus on siis rajallinen, eikä hintakehitys euroalueen ulkopuolella vaikuta voimakkaasti euroalueen hintatasoon.

Euroalueen ulkomaankauppa on suurimmaksi osaksi tavarakauppaa. Tavarakaupan osuus sekä tuonnista että viennistä on noin 75 %. Kaupan tavararyhmistä tärkein on koneet ja kulkuneuvot. Vuonna 2009 sen osuus viennistä oli yli 40 % ja se oli myös tuonnin suurin tavararyhmä (ks. taulukko 2.3). Toiseksi merkittävimmän tavararyhmän eli muiden teollisuustuotteiden osuus tuonnista ja viennistä oli kutakuinkin yhtä suuri. Vuonna 2009 kemikaalien osuus viennistä oli 17,5 % ja tuonnista vain 10,8 %, kun taas raaka-aineiden ja energian osuus tuonnista oli huomattavasti suurempi kuin niiden osuus viennistä. Euroalueelle siis tuodaan nettomääräisesti raaka-aineita ja välituotteita, ja

Suurin osa euroalueen ulkomaankaupasta tavarakauppaa

Kuvio 2.2 Julkisen talouden alijäämä ja velka 12 maan euroalueella

(prosentteina suhteessa BKT:hen)



Lähteet: Euroopan komissio, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Alijäämää koskevat tiedot eivät sisällä UMTS-toimilupien myynnistä saatuja tuloja, jotka olivat erityisen suuret vuonna 2000 (noin 1 % suhteessa BKT:hen).

alue on kansainvälisesti erikoistunut viemään jalostettuja tavaroita.

Euroalueen ulkomaankaupan maantieteellinen jakautuminen

Euroalueen tärkeimmät kauppakumppanit ovat Iso-Britannia ja Yhdysvallat. Vuosien 1999–2009 keskimääräisten kauppavolyymien perusteella näiden kahden maan osuus euroalueen

kokonaistuonnista ja -viennistä oli yhteensä lähes 28 % (ks. taulukko 2.4). Ulkomaankauppa euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kanssa on lisääntynyt, ja niiden osuus kaupasta oli samana ajanjaksona 11,1 %. Kiinan osuus oli 6,3 %, Sveitsin 5,4 % ja Venäjän 4,6 %.

Taulukko 2.3 Euroalueen ulkomainen tavarakauppa vuonna 2009

(prosentteina kokonaismäärästä)

	Vienti	Tuonti
Yhteensä	100	100
<i>Tavararyhmittäin:</i>		
Koneet ja kulkuneuvot	41,0	31,4
Kemikaalit	17,5	10,8
Raaka-aineet	2,3	4,0
Energia	4,2	20,1
Elintarvikkeet, juomat ja tupakka	7,2	6,7
Muut teollisuustuotteet	24,8	24,5
Muut	3,1	2,6

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Taulukko 2.4 Euroalueen 20 merkittävimmän kauppakumppanin kauppapainot¹⁾

(prosentteina kokonaismäärästä)

1	Iso-Britannia	14,96
2	Yhdysvallat	12,81
3	Muut EU:n jäsenvaltiot ²⁾	11,11
4	Kiina	6,25
5	Sveitsi	5,42
6	Venäjä	4,58
7	Japani	3,75
8	Ruotsi	3,58
9	Turkki	2,25
10	Tanska	2,24
11	Norja	2,10
12	Etelä-Korea	1,61
13	Brasilia	1,46
14	Intia	1,18
15	Taiwan	1,18
16	Kanada	1,14
17	Saudi-Arabia	1,11
18	Algeria	1,11
19	Singapore	1,03
20	Etelä-Afrikka	0,96

Lähde: Eurostatin ulkomaankauppatilastoihin perustuvat EKP:n laskelmat.

1) Kunkin maan viennin ja tuonnin kokonaismäärän osuus prosentteina euroalueen koko viennistä ja tuonnista. Luvut ovat keskiarvoja vuosilta 1999–2009.

2) Muista EU:n jäsenvaltioista euroalueen merkittävimpiä kauppakumppaneita olivat vuoteen 2006 asti Tšekki, Kypros, Viro, Latvia, Liettua, Unkari, Malta, Puola, Slovenia ja Slovakia. Vuonna 2007 luetteloon tulivat lisäksi Bulgaria ja Romania, kun taas Slovenia poistui luettelosta euroalueeseen liittymisen myötä vuonna 2007 ja Kypros ja Malta vuonna 2008.

2.5 RAHOITUSJÄRJESTELMÄ

Suora ja epäsuora rahoitus

Rahoitusjärjestelmän tehtävänä taloudessa on kanavoida rahoitusta niiltä, joille jää varoja säästöön (tulot suuremmat kuin menot), niille, joiden varat eivät riitä (tulot pienemmät kuin menot). Rahoitusjärjestelmän toimintaa havainnollistetaan kuviossa 2.3. Käytännössä tärkeimpiä lainanantajia ovat kotitaloudet, mutta myös yrityksillä, julkisyhteisöillä ja ulkomaisilla osapuolilla voi toisinaan olla ylimääräisiä varoja annettavaksi lainaan. Pääasiallisia lainanottajia puolestaan ovat yritykset ja julkisyhteisöt, jos-

kin myös kotitaloudet ja ulkomaiset toimijat tekevät toisinaan hankintoja lainarahalla.

Varoja ohjautuu lainanantajilta lainanottajille kahdella tavalla. Suorassa rahoituksessa (markkinarahoitus, ks. kuvion 2.3 yläosa) lainanottajat hankkivat rahoitusta suoraan rahoitusmarkkinoilla toimivilta lainanantajilta myymällä näille rahoitusinstrumentteja eli arvopapereita (esim. velkapapereita tai osakkeita). Arvopaperit ovat lainanottajan tuleviin tuloihin tai varallisuuteen kohdistuvia vaateita. Epäsuorassa rahoit-

tuksessa (esim. pankkirahoitus, ks. kuvion 2.3 alaosa) varat kanavoituvat osapuolelta toiselle rahoituksenvälittäjän (luottolaitoksen, muun rahalaitoksen tai muun rahoituksenvälittäjän) välityksellä.

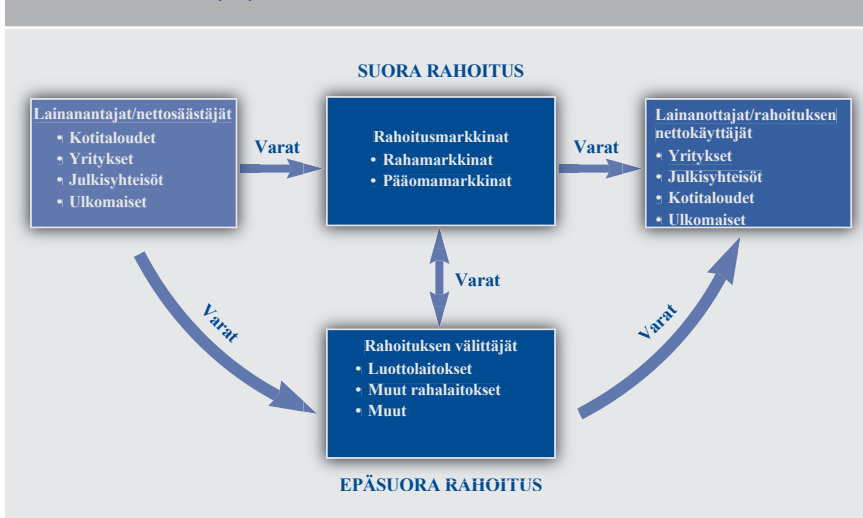
Rahoituksenvälittäjät ovat kiinteä osa rahoitusjärjestelmää. Kuten kuvion 2.3 keskellä nähdään, varoja liikkuu epäsuoran rahoituksen puolelta suoran rahoituksen puolelle ja päinvastoin. Kun rahoituksenvälittäjät laskevat liikkeeseen osakkeita ja velkapapereita hankkiakseen varoja toimintansa rahoittamiseen, varoja liikkuu markkinoilta pankeille. Kun rahoituksenvälittäjät puolestaan ostavat julkisyhteisöjen ja yritysten liikkeeseen laskemia arvopapereita (joko omana sijoituksenaan tai osana rahamarkkinarahastoa), varoja liikkuu pankeilta markkinoille. Rahoitusmarkkinoilla arvopapereita liikkeeseen laskevat yritykset joutuvat myös usein turvautumaan tilapäisrahoitukseen, kunnes arvopapereiden liikkeeseenlaskusta saadut varat ovat käytettävissä, ja hakevat neuvoja rahoituksenvälittäjiltä. Viimeaikaiset

innovaatiot luottomarkkinoilla (esim. arvopaperistaminen ja luottojohdannaiset) ovat vaikuttaneet markkinoiden ja rahoituksenvälittäjien suhteeseen merkittävästi. Pankit ovat ottaneet uudenlaisen roolin siirtäessään yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen riskit pois taseestaan. Ne ovat perinteisesti muunnelleet varallisuutta, mutta nykyisin ne hallinnoivat yhä enemmän luottoriskejä ja käyvät niillä kauppaa rahoitusmarkkinoilla. Yritysrahoituksen kannalta merkittävä rakenteellinen muutos on viime vuosina ollut institutionaalisten sijoittajien kasvu. Esimerkiksi eläkerahastot, vakuutuslaitokset, pääomasijoitusrahastot ja riskirahastot ovat muuttaneet yrityksille tarjolla olevia rahoituskanavia ja yritysten kannustimia.

Ennen kuin tarkastellaan yksityiskohteisemmin rahoitusmarkkinoita, joilla suora rahoitus kanavoituu, sekä rahoituksenvälittäjiä, jotka osallistuvat epäsuoraan rahoitukseen, on aiheellista tutustua taulukkoon 2.5, jossa annetaan yleiskuva euroalueen

Ei-rahoitussektorin rahoitusvarat ja -velat

Kuvio 2.3 Rahoitusjärjestelmien toiminta



Taulukko 2.5 Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoitusvarat ja -velat vuoden 2009 lopussa ¹⁾

(kantatietoja)		
Tärkeimmät rahoitusvarat	Miljardia euroa	%
<i>Yhteensä</i>	20 889,3	100,0
<i>Käteisraha ja talletukset</i>	8 858,0	42,4
Käteisraha	656,0	3,1
Talletukset	8 202,0	39,3
Euroalueen rahalaitoksissa	7 691,1	36,8
Muissa kuin rahalaitoksissa	510,8	2,4
<i>Muut arvopaperit kuin osakkeet</i>	2 169,0	10,4
Lyhytaikaisia arvopapereita	181,2	0,9
Pitkäaikaisia arvopapereita	1 988,1	9,5
<i>Osakkeet²⁾</i>	4 236,0	20,3
Noteeratut osakkeet	2 329,1	11,1
Rahasto-osuudet	1 906,6	9,1
rahamarkkinarahastoissa	473,8	2,3
<i>Vakuutustekninen vastuovelka</i>	5 627,0	26,9
Kotitalouksien osuus henkivakuutus- ja eläkerahastoista	5 137,1	24,6
Vakuutusmaksu- ja korvausvastuut	489,4	2,3

Lähteet: EKP ja Eurostat.

1) Ei-rahoitussektoriin luetaan julkisyhteisöt, yritykset ja kotitaloudet (ml. kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt).

2) Pl. noteeraamattomat osakkeet.

ei-rahoitussektorin (eli julkisyhteisöjen, yritysten ja kotitalouksien) rahoitusvaroista ja -veloista vuoden 2009 lopussa. Rahoitusvarojen ja -velkojen kantatiedot kootaan neljännesvuositaiseen rahoitustilinpitoon.

Rahoitusvarat

Vuoden 2009 lopussa tärkeimmät rahoitusvarat (taulukko 2.5) olivat suuruudeltaan yhteensä 20 890 miljardia euroa (noin 233 % suhteessa euroalueen vuotuiseseen BKT:hen). Käteisrahan ja talletusten osuus kaikista rahoitusvaroista oli noin 42 % ja osakkeiden ja osuuksien yhteensä noin 31 %. Loput 27 % taulukossa esitetyistä rahoitusvaroista olivat vakuutusteknisiä vastuuelvoja (eli eläkerahas-

tojen, vakuutusyhtiöiden ja yritysten vastuuelkaa vakuutuksen ottajille).

Vuoden 2009 lopussa tärkeimmät rahoitusvelat olivat suuruudeltaan yhteensä 26 440 miljardia euroa (noin 295 % suhteessa BKT:hen). Lainojen osuus kaikista rahoitusveloista oli noin 59 %. Arvopaperien (ml. noteeratut osakkeet) osuus ei-rahoitussektorin rahoituslähteistä oli 40 %. Suurin osa rahoituksesta (lähes 81 % veloista) oli yli vuoden maturiteetilla.

Rahoitusvelat

2.6 RAHOITUSMARKKINAT

Tässä osassa tarkastellaan euroalueen raha-, velkapaperi- ja osakemarkkinoita.

Taulukko 2.5 (jatkoa)

(kantatietoja)

Tärkeimmät rahoitusvelat	Miljardia euroa	%
<i>Yhteensä</i>	26 437	100,0
<i>Lainat</i>	15 467	58,5
a) Lainanantajan mukaan		
Lainat euroalueen rahalaitoksilta	10 668	40,4
Lyhytaikaisia lainoja	1 570	5,9
Pitkäaikaisia lainoja	9 098	34,4
Lainat muilta rahoituksenvälittäjiltä	4 799	18,2
b) Lainan saajan mukaan		
Julkisyhteisöjen lainakanta	1 350	5,1
Lyhytaikaisia lainoja	185	0,7
Pitkäaikaisia lainoja	1 165	4,4
Yritysten lainakanta	8 313	31,4
Lyhytaikaisia lainoja	2 385	9,0
Pitkäaikaisia lainoja	5 928	22,4
Kotitalouksien lainakanta ³⁾	5 805	22,0
Lyhytaikaisia lainoja	358	1,4
Pitkäaikaisia lainoja	5 447	20,6
<i>Muut arvopaperit kuin osakkeet</i>	6 996	26,5
Julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat	6 175	23,4
Lyhytaikaisia lainoja	1 008	3,8
Pitkäaikaisia lainoja	5 167	19,5
Yritysten liikkeeseen laskemat	821	3,1
Lyhytaikaisia lainoja	304	1,2
Pitkäaikaisia lainoja	517	2,0
<i>Noteeratut osakkeet</i>		
Yritysten liikkeeseen laskemat	3 430	13,0
<i>Talletukset</i>		
Valtion talletusvelka	212	0,8
<i>Vakuutustekninen eläkevastuuvelka</i>		
Yritysten eläkevastuu	332	1,3

3) MI. kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt

Kehikossa 2.2 käydään läpi rahoitusmarkkinakäsitteitä.

Rahamarkkinat

Rahamarkkinoilla on ratkaiseva merkitys rahapoliittisten päätösten välittymisessä, sillä tehdyt muutokset vaikuttavat ensin rahamarkkinoihin

(ks. luku 4). Kun rahamarkkinat ovat syvät ja yhdentyneet, keskuspankin myöntämä likviditeetti jakaantuu tasaisesti ja lyhyet korot ovat yhdenmukaiset koko yhteisen rahan käyttöalueella. Euroalueella tämä tehokkaan rahapolitiikan edellytys täyttyi EMUn kolmannen vaiheen alkaessa,

Kehikko 2.2 Rahoitusmarkkinakäsitteitä

Rahoitusmarkkinoita voidaan hahmottaa monesta näkökulmasta. Ne voidaan esimerkiksi jakaa ensi- ja jälkimarkkinoihin sen mukaan, liittyvätkö rahoitustaloustoimet osakeannin tai liikkeeseenlaskun yhteydessä tapahtuvaan arvopaperien ensiostoon vai myöhempään kaupankäyntiin näillä arvopapereilla. Jälkimarkkinoita on kahdenlaisia: arvopapereita voidaan myydä ja ostaa keskitetysti arvopaperipörsseissä tai ns. OTC-markkinoilla (over-the-counter market) eli arvopaperivälittäjien ja vastapuolten kahdenvälisinä kauppoina.

Rahoitusmarkkinat voidaan myös jakaa raha- ja pääomamarkkinoihin kauppohen olevien rahoitussopimusten alkuperäisen maturiteetin mukaan. Alle vuoden sopimuksilla käydään kauppaa rahamarkkinoilla, ja vähintään vuoden mittaisia sopimuksia kaupataan pääomamarkkinoilla. Rahamarkkinat eroavat muista rahoitusmarkkinoista siinä mielessä, että ne ovat tyypillisesti pankkien välisiä tukkumarkkinoita, joilla kaupat ovat suuria. Rahamarkkinoihin eurojärjestelmä voi vaikuttaa suoraan rahapoliittisilla operaatioillaan (ks. luku 4). EKP:n yksinoikeus tarjota keskuspankkirahaa antaa sille mahdollisuuden määrätä euroalueen luottolaitosten saaman rahoituksen ehdot. Siten se vaikuttaa luottolaitosten ja muiden rahamarkkinaosapuolten kauppohen ehtoihin euroalueen rahamarkkinoilla.

Raha- ja pääomamarkkinoilla käydään kauppaa vakuudellisilla ja vakuudettomilla instrumenteilla. Rahamarkkinoilla vakuudellisessa luotonannossa käytetään usein takaisinstosopimuksia ja vakuudettomassa luotonannossa euriborkorkoa. Jos vaadittava vakuussumma on suurempi kuin lainamäärä, puhutaan vakuudeksi annettavien omaisuuserien aliarvostuksesta (haircut). Pääomamarkkinoilla vakuudellisia arvopapereita ovat esimerkiksi ns. katetut joukkolainat, joiden liikkeeseenlaskija paitsi lupaa lunastaa joukkolainan takaisin sen erääntyessä myös asettaa vakuudeksi omaisuutta. Näin parannetaan sijoittajien suojaa maksukyvyttömyystapauksissa. Tyypillisiä vakuuksia ovat kiinteistolainat.

Rahoitusmarkkinat voidaan myös jakaa käytettyjen rahoitusinstrumenttien mukaan esimerkiksi osake- ja velkapaperimarkkinoihin. Tärkein ero osakkeiden ja velkapaperien välillä on, että osakkeita liikkeeseenlaskijan ei tarvitse lunastaa takaisin, kun taas velkapaperit ovat rahoitusvaateita, jotka maksetaan takaisin tietynä ajankohtana, tietyn suuruisina erinä ja tietyllä korolla.

Tärkeitä rahoitusinstrumentteja ovat myös johdannaiset, joiden arvo perustuu jonkin kohde-etuuden arvoon. Johdannaissopimuksen kohde-etuutena voivat olla esimerkiksi arvopaperien hinnat, korot, valuuttakurssit, markkinaindeksit tai raaka-aineiden hinnat. Johdannaisten perustyyppenä ovat futuurit, optiot, swapit ja korkoterminit. Esimerkiksi osto-option (myyntioption) haltijalla on oikeus – mutta ei velvollisuutta – ostaa (myydä) rahoitusinstrumentti (esim. joukkovelkakirjalaina tai osake) tiettyyn hintaan tietynä ajankohtana tulevaisuudessa. Johdannaisten perustyyppenä yhdistelemällä on kehitetty monia muita johdannaissopimuksia. Johdannaiset ovat hyödyllisiä rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta, sillä niiden avulla voidaan parantaa rahoitusriskien hinnoittelua ja kohdentamista. Virheet johdannaissopimusten hinnoittelussa ja myöhemmät korjausliikkeet voivat kuitenkin aiheuttaa häiriöitä muiden omaisuuserien hintakehityksessä.

kun kansalliset rahamarkkinat yhden-tyivät ongelmitta tehokkaiksi euroalueen laajuisiksi rahamarkkinoiksi. Rahoitusmarkkinoiden häiriöt elokuussa 2008 ja niitä seurannut kriisi vaikeuttivat rahamarkkinoiden toimintaa vakavasti, sillä likviditeetti- ja vastapuoliluottoriskien lisääntyminen vaikutti suoraan pankkienvälisiin suhteisiin. EKP ryhtyi toteuttamaan epätavanomaisia toimia, jotta pankkien olisi helpompi myöntää luottoa reaalityaloudelle ja jotta rahapolitiikan välitysmekanismien tehokkuus säilyisi (ks. kehikko 5.1).

Maksujärjestelmien merkitys

Euroalueen rahamarkkinoiden nopeaa yhdentymistä on tukenut myös maksujärjestelmäinfrastruktuurin kehitys, ennen kaikkea Euroopan laajuisen automatisoidun reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän TARGETin (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) perustaminen. TARGET mahdollistaa joustavan katteensiirron maasta toiseen. TARGET-järjestelmä kytkee toisiinsa EU:n kansallisten keskuspankkien ylläpitämät euromääräiset reaaliaikaiset bruttomaksujärjestelmät ja EKP:n maksumekanismien. TARGETin hallinnosta ja valvonnasta vastaa EKP:n neuvosto.

Vakuudettomat sopimukset rahamarkkinoilla

Euroalueen rahamarkkinoilla on erilaisia ns. käteismarkkinoita. Vakuudettomien sopimusten markkinoilla hoidetaan lähinnä pankkien likviditeettitarpeita, joten valtaosa transaktioista on yön yli -talletuksia tai -luottoja. Euromääräisillä rahamarkkinoilla on kaksi keskeistä vakuudettomien sopimusten viitekorkeaa: eoniakorko (euro overnight index average) ja euriborkorko (euro interbank offered rate). Yhdessä ne kattavat eripituiset maturiteetit yön yli -korosta vuoden korkoon.

Rahamarkkinoiden kaksi muuta keskeistä käteismarkkinalohkoa ovat takaisnostosopimusten markkinat eli repomarkkinat ja valuuttaswap-markkinat. Molemmat ovat vakuudellisten sopimusten markkinoita, eli niillä myönnetään luottoa ainoastaan vakuutta vastaan. Viime vuosina repomarkkinoista on tullut euroalueen rahamarkkinoiden tärkein osa. Repo- ja valuuttaswapsopimukset ovat yleensä enintään kuukauden pituisia.

Vakuudelliset sopimukset rahamarkkinoilla

Euroalueen rahamarkkinat jakautuvat käteismarkkinoiden lisäksi myös johdannaismarkkinoihin. Tärkeimpiä johdannaistyyppisiä ovat korkoswapit ja -termiinit sekä futuurit ja optiot. Vilkkaimmin käydään kauppaa eoniaswapeilla ja euriborfutuuereilla.

Johdannaismarkkinat

Vuoteen 2007 saakka euromääräisten rahamarkkinoiden (keskimääräinen) vuotuinen kasvuvauhti oli huomattava. Tilanne kuitenkin muuttui jossain määrin rahoitusmarkkinoiden häiriöiden myötä. EKP:n Euro Money Market Survey -kyselytutkimuksen tietojen mukaan kokonaisliiketoiminta euromääräisillä rahamarkkinoilla supistui vuoden 2010 toisella neljänneksellä jo kolmatta vuotta. Taustalla olivat pääasiassa finanssikriisin jatkuva haitallinen vaikutus pankkienvälisiin transaktioihin sekä euromääräisten pankkienvälisen markkinoiden likviditeettiylijäämä EKP:n toteutuksessa suuria rahoitusoperaatioita, joissa tarjoukset hyväksyttiin täysimääräisesti. Eniten vähenivät eoniaswapit ja transaktiot vakuudettomien sopimusten markkinoilla. Kaupankäyntiä vakuudettomien sopimusten markkinoilla on voinut supistaa myös vakuudellisen rahoituksen suosion suhteellinen kasvu, kun markkinoilla on pyritty välttämään vastapuoliluottoriskiä. Likviditeetin kysyntä pieneni yleisem-

Kehitys euroalueen rahamarkkinoilla ennen vuoden 2010 puoliväliä

minkin, sillä vuoden 2010 toisella neljänneksellä markkinoilla oli ylen määrin likviditeettiä. Lisäksi merkit viittaavat siihen, että pankit hankkivat lyhytaikaista rahoitusta yhä useammin laskemalla liikkeeseen lyhytaikaisia arvopapereita sen sijaan, että olisivat keränneet talletuksia pankkienvälisiltä markkinoilta.

Vakuudellisten sopimusten markkinat olivat edelleen euromääräisten rahamarkkinoiden suurin markkinalohko, ja vuoden 2010 toisella neljänneksellä ne jatkoivat kasvuaan. Eniten kasvoivat suurimmat eli enintään vuoden mittaisten sopimusten markkinat. Taustalla oli pitkälti jatkuva pyrkimys vähentää vastapuoliluottoriskejä. Johdannaismarkkinoilla eoniaswapien osuus on supistunut selvästi viimeisten neljän vuoden kuluessa, vaikka ne olivat aiemmin kaikkein likvideimpiä johdannaisia. Pääsyynä ovat pankkien tarve supistaa taseitaan finanssimarkkinoiden häiriöiden vuoksi sekä suhteellisen vakaat lyhyitä korkoja koskevat odotukset. Korkotermiinien ja valuuttaswapien merkitys on puolestaan kasvanut. Vaikka finanssimarkkinoiden häiriöt ovat olleet haaste markkinoiden yhtenäisyydelle, euromääräisten rahamarkkinoiden lohkot ovat EKP:n tietojen mukaan pysyneet yleisesti ottaen hyvin yhtenäisinä.

Velkapaperimarkkinat

Rahamarkkinoilla käydään kauppaa myös lyhytaikaisilla arvopapereilla kuten yritys- ja talletustodistuksilla. Koko viime vuosikymmenen – vuoden 2009 kevääseen saakka – euroalueen liikkeeseenlaskijoiden lyhytaikaisten velkapaperien kanta kasvoi tasaisesti. Finanssimarkkinoiden viimeaikaisten häiriöiden myötä lyhytaikaisten velkapaperien markkinat ovat hieman supistuneet. Vuoden 2009 lopussa ne olivat

suuruudeltaan 1 625 miljardia euroa eli noin 18,1 % suhteessa euroalueen BKT:hen (ks. taulukko 2.6). Ne ovat edelleen kaksi kertaa niin suuret kuin viime vuosikymmenen alussa, jolloin kyseinen markkinalohko alkoi kehittyä huomattavasti. Jonkinasteisista parannuksista huolimatta lohko on edelleen yksi hajanaisimmista euroalueen rahoitusmarkkinoilla. Viime vuosikymmenellä rahalaitokset olivat tärkeimpiä liikkeeseenlaskijoita, ja yli puolet lyhytaikaisista velkapapereista oli yleensä niiden liikkeeseen laskemia. Finanssikriisin seurauksena lyhytaikaisen rahoituksen tarve julkisella sektorilla kasvoi ja julkisyhteisöjen liikkeeseenlaskut lisääntyivät niin, että vuoden 2009 loppuun mennessä lähes puolet lyhytaikaisista velkapapereista oli julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemia.

Viime vuosikymmenellä noin 90 % kaikista euroalueen liikkeeseenlaskijoiden velkapapereista oli pitkäaikaisia euromääräisiä velkapapereita. Näiden velkapaperien kanta jatkoi kasvuaan myös finanssikriisin aikana, toisin kuin lyhytaikaisten velkapaperien. Se oli vuoden 2009 lopussa suuruudeltaan 13 677 miljardia euroa eli noin 152,5 % suhteessa BKT:hen (kymmenen vuotta aiemmin 97,6 %, ks. taulukko 2.7). Julkinen sektori (valtio ja muut julkisyhteisöt) laskee liikkeeseen kaikkein eniten pitkäaikaista velkaa, joskin rahalaitossektorin suhteellinen osuus kasvoi nopeasti viime vuosikymmenen jälkipuoliskolla. Viime aikoina rahalaitosten suhteellinen merkitys pitkäaikaisten velkapaperien liikkeeseenlaskijoina on rahoitusjärjestelmän häiriöiden myötä jonkin verran pienentynyt. Muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten osuus sen sijaan kasvoi selvästi pankkien käyttämien erillis-

...kuin pitkäaikaisten velkapaperien

Lyhytaikaisten euromääräisten velkapaperien merkitys pienempi...

Taulukko 2.6 Euroalueella liikkeeseen laskettujen euromääräisten lyhytaikaisten velkapaperien kanta

(vuoden lopun tietoja; mrd. euroa; prosentteina suhteessa BKT:hen)						
	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Rahalaitosten velkapaperit	111 (2,0)	315 (4,7)	482 (5,9)	788 (8,7)	822 (8,9)	733 (8,2)
Muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten velkapaperit	4 (0,1)	6 (0,1)	19 (0,2)	37 (0,4)	66 (0,7)	75 (0,8)
Yritysten velkapaperit	45 (0,8)	90 (1,3)	79 (1,0)	100 (1,1)	116 (1,2)	71 (0,8)
Julkisyhteisöjen velkapaperit	322 (5,8)	254 (3,8)	367 (4,5)	363 (4,0)	591 (6,4)	746 (8,3)
Yhteensä	482 (8,7)	665 (9,8)	947 (11,6)	1,287 (14,3)	1,595 (17,2)	1,625 (18,1)

Lähde: EKP.

yrityiden arvopaperistamistoiminnan myötä. Euroalueen yritysten velkapaperien liikkeeseenlasku ei kasvanut juurikaan viime vuosikymmenellä. Ennen rahoitusmarkkinoiden häiriöiden alkua se oli suuruudeltaan 6,2 % suhteessa BKT:hen ja vuoden 2009 lopussa 8,3 % suhteessa BKT:hen.

Pääsyyinä on todennäköisesti se, että yritysten rahoitusolot pääomamarkkinoilla paranivat huomattavasti, mutta taustalla saattoi vaikuttaa myös pankkirahoituksen heikompi saataavuus rahoitusmarkkinoiden häiriöiden aikana, kun pankkilainojen ehtoja tiukennettiin.

Taulukko 2.7 Euroalueella liikkeeseen laskettujen euromääräisten pitkäaikaisten velkapaperien kanta

(vuoden lopun tietoja; mrd. euroa; prosentteina suhteessa BKT:hen)						
	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Rahalaitosten velkapaperit	1 012 (18,2)	2 462 (36,3)	3 629 (44,6)	4 261 (47,3)	4 450 (48,1)	4 646 (51,8)
Muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten velkapaperit	76 (1,4)	370 (5,5)	934 (11,5)	1 467 (16,3)	2 104 (22,7)	3 151 (35,1)
Yritysten velkapaperit	173 (3,1)	341 (5,0)	508 (6,2)	556 (6,2)	593 (6,4)	743 (8,3)
Julkisyhteisöjen velkapaperit	1 162 (20,9)	3 402 (50,2)	4 266 (52,4)	4 497 (49,9)	4 687 (50,6)	5 137 (57,3)
Yhteensä	2 424 (43,6)	6 575 (97,0)	9 337 (114,6)	10 782 (119,7)	11 834 (127,8)	13 677 (152,5)

Lähde: EKP.

Euroalueella velkapaperien liikkeeseenlasku ei ole yhtä yleinen tapa hankkia rahoitusta kuin Yhdysvalloissa

Euroalueella lasketaan yhä liikkeeseen vähemmän velkapapereita kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa. Liikkeeseen laskettujen velkapaperien kanta oli vuoden 2009 lopussa euroalueella 155 % suhteessa BKT:hen, Yhdysvalloissa 176 % ja Japanissa 225 % suhteessa BKT:hen (ks. taulukko 2.8). Japanissa julkisyhteisöjen velkapaperien markkinat ovat yli kaksi kertaa niin suuret kuin euroalueella tai Yhdysvalloissa. Arvopaperien liikkeeseenlaskuun perustuva yritysten velkarahoitus on BKT:hen suhteutettuna huomattavasti vähäisempää euroalueella kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa. Yritysten (ilman rahoituslaitoksia) liikkeeseen laskemien velkapaperien kanta oli vuoden 2009 lopussa euroalueella 8 % suhteessa BKT:hen (Yhdysvalloissa 19,5 % ja Japanissa 15,3 %).

Euroalueen velkapaperimarkkinat osin heikosti kehittyneet

Vaikka euroalueen velkapaperimarkkinat ovat kasvaneet merkittävästi ja kasvavat edelleen, osa markkinalohkoista on vielä suhteellisen kehittymättömiä. Esimerkiksi luottoluokitukseltaan heikkojen tai kokonaan luokittelemattomien velkapapereiden markkinat ovat kehittyneet heikosti. Euroalueen yrityksillä luottoluokitus ei ole yhtä yleinen kuin Yhdysvalloissa, mikä rajoittaa niiden

pääsyä yritysten joukkolainamarkkinoille.

Osakemarkkinat

Osakemarkkinoiden merkitystä mitataan yleensä niillä kaupattavien osakkeiden markkina-arvolla suhteessa BKT:hen. Euroalueen BKT:hen suhteutettu osakemarkkinoiden markkina-arvo on kasvanut viimeisten kahden vuosikymmen kuluessa: vuoden 1990 lopussa se oli 21 % ja vuoden 2009 lopussa 56 %. Suurimmillaan eli vuosien 2000 ja 2007 lopussa se oli yli 85 %. Vuoden 2008 kuluessa se supistui jyrkästi 38 prosenttiin (ks. taulukko 2.9). Supistumisen taustalla olivat osakehintojen voimakkaat heilahtelut ja jyrkkä lasku eri puolilla maailmaa rahoitusmarkkinoita myllertäneiden tapahtumien ja heikkenevän talouskehityksen vuoksi. Vuonna 2009 osakehinnat elpyivät näyttävästi kaikkialla maailmassa. Hintojen nousuun vaikuttivat sijoittajien luottamuksen palautuminen ja riskinottohalukkuuden elpyminen, joka johtui lähinnä valtioiden ja keskuspankkien laajamittaisista tukitoimista. Vuoden 2008 lopun tilanteeseen verrattuna keskeiset osakemarkkinaindeksit nousivat euroalueella noin 17 prosenttiyksiköllä, Yhdysvalloissa noin 24 prosenttiyksiköllä ja Japanissa noin 1 pro-

Osakemarkkinoiden markkina-arvo euroalueella kasvaa...

Taulukko 2.8 Euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa liikkeeseen laskettujen kansallisen valuutan määraisten velkapaperien kanta vuoden 2009 lopussa

	(prosentteina suhteessa BKT:hen)			
	Yhteensä	Rahoituslaitosten velkapaperit	Yritysten velkapaperit	Julkisyhteisöjen velkapaperit
Euroalue	154,6	81,8	7,8	64,9
Yhdysvallat	175,8	89,8	19,5	66,5
Japani	224,8	21,1	15,3	188,2

Lähteet: EKP ja BIS.

Taulukko 2.9 Pörssiosakkeiden yhteenlaskettu markkina-arvo euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa

(vuoden lopun tietoja, prosentteina suhteessa BKT:hen)									
	1990	1995	1998	2000	2002	2006	2007	2008	2009
Euroalue	21	27	63	86	50	80	84	38	55
Yhdysvallat	54	93	144	153	104	146	142	81	106
Japani	97	67	63	68	53	106	99	64	65

Lähde: World Federation of Exchanges.

senttiyksiköllä, minkä jälkeen osakemarkkinoiden markkina-arvo suhteessa BKT:hen oli euroalueella 55 %, Yhdysvalloissa 106 % ja Japanissa 65 %.

...joskaan ei yhtä nopeasti kuin Yhdysvalloissa

Osakkeiden yhteenlaskettu markkina-arvo oli euroalueella koko ajan tuntuvasti pienempi kuin Yhdysvalloissa, ja kun markkina-arvoa tarkastellaan suhteessa BKT:hen, ero jopa kasvoi vuosina 1990–2009 noin 30:stä noin 50 prosenttiyksikköön. Japanissa osakkeiden markkina-arvo suhteessa BKT:hen oli 97 % vuonna 1990, nousi enimmillään 106 prosenttiin vuonna 2006 mutta pieneni sitten 68 prosenttiin vuonna 2009.

Yhä useampi yritys listautuu pörssiin euroalueella

Osakemarkkinoiden kasvavasta merkityksestä kertoo myös pörssiyrityiden lukumäärä. Euroalueella pörssiin listautuneita yrityksiä oli vuoden 1990 lopussa 4 276 ja vuoden 2009 lopussa jo 6 445 (ks. taulukko 2.10).

Vertailun vuoksi mainittakoon, että vuoden 2009 lopussa pörssiyritysten lukumäärä oli Yhdysvalloissa 5 179 ja Japanissa 2 335.

Euroalueella on sen perustamisesta alkaen ollut liittouma- tai fuusiohankkeita eri maiden pörssitoimintojen yhdistämiseksi. Osakemarkkinaosapuolet myös ottavat yhä selvemmin huomioon koko euroalueelle yhteisiä taloudellisia tekijöitä. Osakehintojen viimeaikainen voimakas heilahtelu ei ole vaikuttanut havaittavasti eurooppalaisten osakemarkkinoiden yhdenytymiskehitykseen. Vuonna 2001 vain 22 % euroalueen sijoittajien salkuissa olleista euroalueen osakkeista oli peräisin muista euroalueen maista, mutta vuoteen 2007 mennessä niiden osuus kasvoi 33 prosenttiin ja vuonna 2008 jopa 38 prosenttiin. Huomattavasti pienempi osa euroalueen osakkeista on euroalueen ulkopuolisten sijoittajien hallussa, eikä nii-

Euroalueen osakemarkkinoiden yhdenytymisen etenee

Taulukko 2.10 Pörssissä noteerattujen koti- ja ulkomaisten yritysten määrä euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa

(vuoden lopun tietoja)									
	1990	1995	1998	2000	2002	2006	2007	2008	2009
Euroalue	4 276	5 106	4 546	5 516	6 651	6 392	6 601	6 686	6 445
Yhdysvallat	6 765	8 160	8 461	7 851	6 586	6 005	5 965	5 472	5 179
Japani	1 752	1 791	1 890	2 096	2 153	2 416	2 414	2 390	2 335

Lähde: World Federation of Exchanges.

den suhteellinen osuus ole juuri kasvanut vuodesta 2001. Institutionaaliset sijoittajat olivat yksi syy siihen, että muissa euroalueen maissa liikkeeseen laskettujen osakkeiden suosio kasvoi kotimaisten osakkeiden kustannuksella. Vuonna 2009 sijoitusrahastojen hallussa olevista osakkeista ja osuuksista (lukuun ottamatta sijoitusrahastojen rahasto-osuuksia) 25 % oli laskettu liikkeeseen muissa euroalueen maissa kuin sijaintimaassa (17 % vuonna 1998). Viimeaikaiset häiriöt finanssimarkkinoilla ovat vaikuttaneet euroalueen sijoitusten jakaumaan vain vähän.

2.7 RAHOITUKSENVÄLITTÄJÄT

Luottolaitokset ja muut rahalaitokset

Rahoituksenvälittäjiä on kahdenlaisia: rahalaitoksia ja muita rahoituksenvälittäjiä. Rahalaitoksiin luetaan eurojärjestelmä (EKP ja euron käyttöön ottaneiden maiden keskuspankit), luottolaitokset sekä muut laitokset (lähinnä rahamarkkinarahastot), jotka liiketoimintanaan ottavat vastaan talletuksia muilta kuin rahalaitoksilta sekä myöntävät luottoja ja/tai tekevät arvopaperisijoituksia. Suurin osa euroalueen rahalaitoksista on luottolaitoksia (esimerkiksi liikepankit,

säästöpankit, osuuspankit, postipankit ja erikoistuneet luottolaitokset). Luottolaitokset on määritelty kahdessa pankkidirektiivissä⁷, ja niihin sovelletaan kaikkialla EU:ssa yhteisiä valvontastandardeja. Luottolaitokset ovat keskuspankkien rahapoliittisten operaatioiden vastapuolia (ks. luku 4). Koska luottolaitokset myöntävät kotitalouksille ja yrityksille luottoa pääosin keskuspankilta saamansa luoton turvin, niillä on keskeinen asema rahapoliittisten päätösten välityksessä talouteen (ks. luku 3).

Vuoden 2010 lopussa euroalueen rahalaitoksista 80 % (6 334 yritystä) oli luottolaitoksia (ks. taulukko 2.11). Loput 20 % olivat pääasiassa rahamarkkinarahastoja (1 474 yritystä). Huolimatta siitä, että euroalueeseen on tullut uusia jäseniä – Kreikka vuonna 2001, Slovenia vuonna 2007, Kypros ja Malta vuonna 2008, Slovakia vuonna 2009 ja Viro vuonna 2011 – rahalaitosten määrä euroalueella on pienentynyt lähes 20 % sitten euron käyttöönoton. Taustalla on Euroopan pankkialan jatkuva keskittymisprosessi. Luottolaitossektorin keskittyminen johtuu markkinaedellytysten muuttumisesta, kun tekniikka kehittyi, sääntelyä puretaan, mark-

Rahoitus-
markkinoiden
keskittyminen
vähentänyt
rahalaitoksia

Luottolaitosten
ja rahalaitosten
määritelmät

⁷ Luottolaitos on määritelty pankkidirektiiveissä (12.12.1977 annettu direktiivi 77/780/ETY ja 30.12.1989 annettu direktiivi 89/646/ETY) yritykseksi, "joka liiketoimintanaan vastaanottaa yleisöltä talletuksia tai muita takaisinmaksettavia varoja ja myöntää luottoja omaan lukuunsa".

Taulukko 2.11 Rahalaitosten määrä euroalueella

(vuoden lopun tietoja)	2000	2004	2008	2010
Luottolaitoksia	7 521	6 406	6 570	6 334
Rahamarkkinarahastoja	1 599	1 670	1 721	1 474
Keskuspankkeja ja muita rahalaitoksia	21	19	19	20
Rahalaitoksia yhteensä	9 193	8 095	8 310	7 828

Lähde: EKP.

kinoita vapautetaan ja globalisaatio etenee. Euron käyttöönotto on todennäköisesti kiihdyttänyt tätä kehitystä lisäämällä avoimuutta yli kansallisten rajojen. Saksalaisten ja ranskalaisten rahalaitosten osuus euroalueen rahalaitoksista on euron käyttöönotosta lähtien ollut noin 41,1 %.

sa rahoitusjärjestelmien yhdentymistä ja pankkien välisten markkinoiden merkitystä. Rahalaitossektorin konsolidoitu tase saadaan nettouttamalla yhteenlaskettuun taseeseen sisältyvät euroalueen rahalaitosten väliset positiot. Konsolidoidun taseen perusteella on mahdollista arvioida säännöllisesti euroalueen rahatalouden ja luotonannon kehitystä ja muun muassa rahaagregaatteja (ks. kehikko 2.3).

Rahalaitosten yhteenlaskettu ja konsolidoitu tase

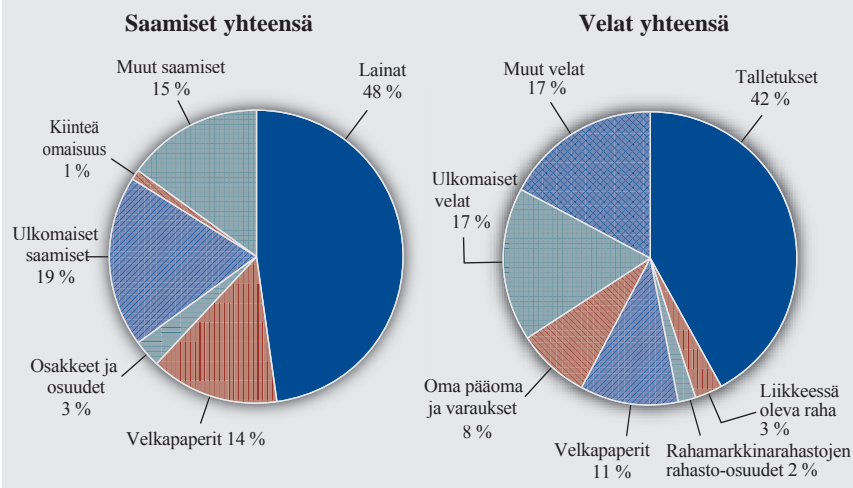
EKP ja kansalliset keskuspankit keräävät euroalueen rahalaitoksilta kuukausi- ja neljännesvuosittilastoja, joiden perusteella lasketaan euroalueen rahalaitosten yhteenlaskettu tase ja konsolidoitu tase. Rahalaitossektorin yhteenlaskettu tase on kaikkien euroalueella sijaitsevien rahalaitosten yhdenmukaistettujen taseiden summa. Yhteenlasketusta taseesta ilmenevät rahalaitosten väliset bruttopositiot. Siihen sisältyy eri maiden rahalaitosten keskinäinen toiminta sekä euroalueen sisällä että suhteessa muuhun maailmaan. Näistä tiedoista on hyötyä arvioitaes-

Tärkeimpiä rahalaitossektorin tase-eriä ovat talletukset ja lainat

Euroalueen rahalaitosten konsolidoidussa taseessa (eurojärjestelmä mukaan lukien) 42 % kaikista veloista oli talletuksia vuoden 2010 lopussa (ks. kuvio 2.4). Muita merkittäviä velkaeriä olivat ulkomaiset velat (17 %) ja velkapaperit (11 %). Saamisista suurin osa oli lainoja (48 % vuoden 2010 lopussa). Ulkomaisten saamisen osuus oli 19 %, ja 14 % rahalaitossektorin kaikista saamisista oli velkapapereina, osakkeina tai osuuk-

Kuvio 2.4 Euroalueen rahalaitosten (ml. eurojärjestelmä) konsolidoitu tase vuoden 2010 lopussa

(tase-erien prosentiosuus)



Lähde: EKP.

Kehikko 2.3 Raha-aggregaatit

Euroalueen raha-aggregaattien määrittelyn lähtökohtana on rahalaitossektorin konsolidoitu tase. Raha-aggregaatit voidaan yleisesti ottaen määritellä monella tavoin käyttötarkoituksesta riippuen. Monet eri rahoitusvaateet ovat korvattavissa toisillaan, ja niiden sekä transaktioiden ja maksuvälineiden luonne ja ominaisuudet muuttuvat ajan myötä, eikä aina ole selvää, miten raha pitäisi määritellä ja mitkä rahoitusvaateet kuuluvat mihinkin rahan määritelmään. Siksi keskuspankit määrittelevät ja seuraavat yleensä useita raha-aggregaatteja.

Euroalueen raha-aggregaattien määritelmässä on käytetty pohjana yhdenmukaisia rahaa luovan ja rahaa hallussa pitävän sektorin määritelmiä sekä yhdenmukaistettua rahalaitossektorin velkojen luokitusta. Rahaa luovaan sektoriin luetaan euroalueella sijaitsevat rahalaitokset. Loput euroalueen sektorit valtionhallintoa lukuun ottamatta luetaan rahaa hallussa pitävään sektoriin.¹

Rahan käsitteeseen, empiirisiin tutkimuksiin ja kansainväliseen käytäntöön nojautuen eurojärjestelmä on määritellyt suppean raha-aggregaatin (M1), ns. väliaggregaatin (M2) sekä lavean raha-aggregaatin (M3), joita erottaa se, kuinka likvidejä niihin sisältyvät erät ovat. Erien likvidiyttä arvioidaan siirtokelpoisuuden, vaihtokelpoisuuden, hintavarmuuden ja jälkimarkkinakelpoisuuden perusteella.

Taulukossa 2.12 esitetään euroalueen raha-aggregaattien määritelmät. M1:een sisältyvät liikkeessä oleva raha ja yön yli -talletukset, jotka voi muuttaa välittömästi käteiseksi rahaksi ja joilla voi suorittaa maksuja ilman käteistä. M2:een luetaan lisäksi talletukset, jotka voidaan muuttaa käteiseksi (suppean rahan eriksi) mutta joiden muuttamiseen voi liittyä rajoituksia, kuten irtisanomisaika, sakkokorko tai toimituspalkkio. M3 sisältää M2:n lisäksi joukon euroalueella sijaitsevien rahalaitosten liikkeeseen laskemia jälkimarkkinakelpoisia instrumentteja. Nämä instrumentit ovat talletusten läheisiä vastineita: ne ovat erittäin likvidejä, ja niiden hinnasta vallitsee joltinenkin varmuus. Niiden ansiosta eri likvidien varojen korvautuminen toisilla ei vaikuta laveaan rahaan niin paljon kuin

¹ Vaikka valtiota ei katsota osaksi rahaa luovaa sektoria, valtionhallinnon monetaariset velat (esim. kotitalouksien talletukset postissa) sisältyvät erityisellä rahaa luovaa sektoria määritelmään, sillä ne ovat erittäin likvidejä.

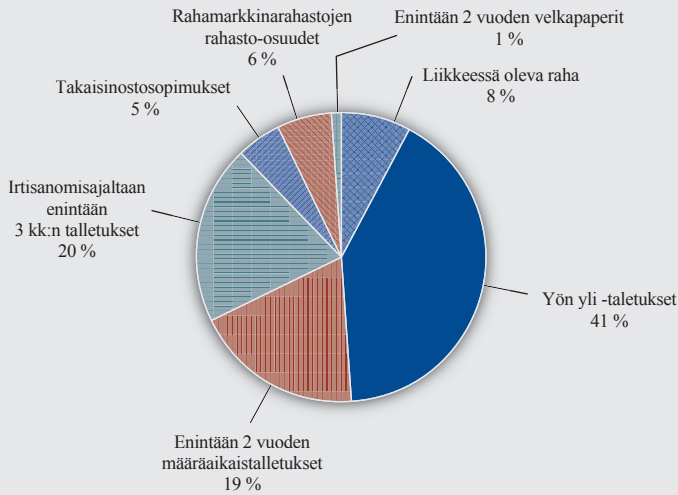
Taulukko 2.12 Euroalueen raha-aggregaatit

Velat ¹⁾	M1	M2	M3
Liikkeessä oleva raha	x	x	x
Yön yli -talletukset	x	x	x
Enintään 2 vuoden määräaikaistalletukset		x	x
Irtisanomisajaltaan enintään 3 kk:n talletukset		x	x
Takaisinostosopimukset			x
Rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet			x
Enintään 2 vuoden velkapaperit			x

Lähde: EKP.

1) Rahalaitosten sekä joidenkin valtionhallintoon kuuluvien yksiköiden (kuten posti ja valtiokonttori) monetaariset velat muille euroalueella oleville kuin rahalaitoksille ja valtiolle.

Kuvio 2.5 M3:n koostumus vuoden 2010 lopussa



Lähde: EKP.

suppeampiin raha-aggregaateihin, eli laeva raha on muita aggregaatteja vakaampi (ks. myös luku 3).

Euroalueella olevien hallussaan pitämät ulkomaan rahan määräiset likvidit omaisuuserät voidaan katsoa euromääräisten omaisuuserien läheisiksi vastineiksi. Raha-aggregaatit sisältävät siis myös tällaisia saamisia, jos ne ovat euroalueella sijaitsevien rahalaitosten hallussa.

EKP:n määrittelemissä raha-aggregaateissa ovat mukana ainoastaan euroalueen rahalaitosten velat euroalueelle, eli ulkopuolelle on jätetty kaikki euroalueen ulkopuolisten hallussa olevat 1) lyhytaikaiset talletukset euroalueen rahalaitoksissa, 2) euroalueella sijaitsevien rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet ja 3) euroalueella sijaitsevien rahalaitosten liikkeeseen laskemat enintään kahden vuoden velkapaperit. Liikkeessä oleva raha (niin euroalueella kuin sen ulkopuolellakin) sisältyy kokonaisuudessaan raha-aggregaateihin, sillä on vaikea mitata ajantasaisesti ja tarkasti, kuinka suuri osa seteleistä ja kolikoista on euroalueen ulkopuolisten hallussa.

Kuviosta 2.5 nähdään, että joulukuussa 2010 suurin M3:n eristä olivat yön yli -talletukset (41 % koko M3:sta). Enintään kahden vuoden määräaikaistalletusten osuus oli 19 % ja irtisanomisajaltaan enintään kolmen kuukauden talletusten osuus 20 %. Liikkeessä olevan rahan osuus oli 8 %, ja 6 % M3:sta oli rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia. Takaisinostosopimuksia oli 5 % ja alkuperäiseltä maturiteetiltaan enintään kahden vuoden velkapapereita 1 % M3:sta.

Pankkitalletukset ja -lainat euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa

Pankkitalletusten määrä euroalueella oli vuoden 2009 lopussa 132 % suhteessa BKT:hen (ks. taulukko 2.13). BKT-suhde oli suurempi

kuin Yhdysvalloissa (64 %) muttei niin suuri kuin Japanissa (215 %). Pankkilainojen määrä euroalueella oli 142 % suhteessa BKT:hen, kun

Taulukko 2.13 Pankkitalletukset ja -lainat euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa vuoden 2009 lopussa

(prosentteina suhteessa BKT:hen)

	Pankkien talletus- velat ¹⁾	Pankkilainat	Pankkilainat yrityksille
Euroalue	131,9	141,5	52,4
Yhdysvallat ²⁾	63,7	55,6	22,0
Japani	215,2	145,3	47,4

Lähteet: Euroalueen tilinpito (EKP); Flow of Funds -rahoitustilinpito (Yhdysvaltain keskuspankki); Japanin rahoitustilinpito (Japanin keskuspankki).

1) Konsolidoidut tiedot ilman pankkijärjestelmän sisäisiä talletuksia (arvio).

2) Yhdysvalloissa pankeiksi luetaan liikepankit, säästöpankkilaitokset ja luottoyhdistykset.

suhde Yhdysvalloissa oli 56 % ja Japanissa 145 %. Luvuista näkyy, että pankit ovat euroalueella selvästi merkittävämpiä rahoituksenvälittäjiä kuin Yhdysvalloissa. Sekä euroalueella että Japanissa yrityksille myönnettyjen pankkilainojen määrä oli noin 50 % suhteessa BKT:hen vuoden 2009 lopussa. Yhdysvalloissa BKT-suhde oli vain 22 %. Euroalueella ja Japanissa pääomamarkkinat vaikuttavat merkittävästi yritysten rahoituspäätöksiin, kun taas Yhdysvalloissa yritykset käyttävät paljon enemmän muita rahoituslähteitä kuin pankkilainoja.

Muut rahoituksenvälittäjät

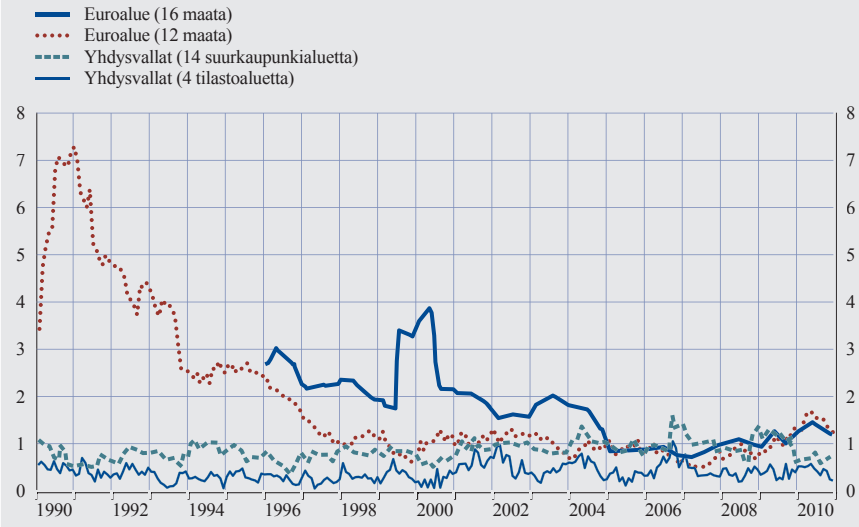
Myös muut rahoituksenvälittäjät tarjoavat rahoituspalveluita kotitalouksille ja yrityksille ja/tai käyvät kauppaa rahoitusmarkkinoilla omaan lukuunsa. Muihin rahoituksenvälittäjiin luetaan vakuutuslaitokset, eläkerahastot, rahoituksen ja vakuutusten välitystä avustavat laitokset, sijoitusrahastot, arvopaperi- ja johdannaisvälittäjät sekä lainanantoon erikoistuneet rahoituslaitokset. Lisäksi niihin luetaan rahalaitosten perustamat laitokset, joiden tarkoituksena on helpottaa

lainojen arvopaperistamista sen sijaan, että lainat kirjattaisiin rahalaitosten taseisiin. Tärkein ero rahalaitosten ja muiden rahoituksenvälittäjien välillä on, että rahalaitokset ottavat vastaan talletuksia yleisöltä ja muut rahoituksenvälittäjät rahoittavat toimintansa muilla keinoin, esimerkiksi osakeanneilla. Muita rahoituksenvälittäjiä ei säännellä yhtä tiukasti kuin rahalaitoksia, joten niiden on helpompi ottaa käyttöön innovatiivisia rahoitusalan tuotteita. Molemmat kuuluvat rahaa hallussa pitävään sektoriin, joten niiden taseiden kasvaessa kasvaa myös rahalaitosten tase. Rahoitusalan sääntelyn purkamisen ja innovoinnin seurauksena sijoitusrahastojen hallussa olevien varojen kokonaismäärä kasvoi huomattavasti vuosina 2003–2007. Vuonna 2003 niiden BKT-suhde oli 50 % ja vuoden 2007 alussa jo 60 %. Finanssikriisin seurauksena määrä on kuitenkin taas supistunut, ja vuoden 2009 lopussa varojen suhde euroalueen BKT:hen oli enää 51 %. Rahalaitosten hallussa on merkittävästi enemmän varoja. Vuoden 2009 lopussa rahalaitosten varojen määrä oli 269 % suhteessa euroalueen BKT:hen.

Muiden
rahoituksen-
välittäjien
merkitys on
kasvanut viime
vuosina

Kuvio 2.6 Vuotuisen inflaatiiovauhdin hajonta euroalueen maissa ja Yhdysvalloissa

(painottamaton keskihajonta, prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja Yhdysvaltain Bureau of Labor Statistics.

2.8 EUROALUEEN TALOUKSIEN KESKINÄISET EROT

Euroalueella ei suuria eroja inflaatiokehityksessä ja tuotannon kasvussa

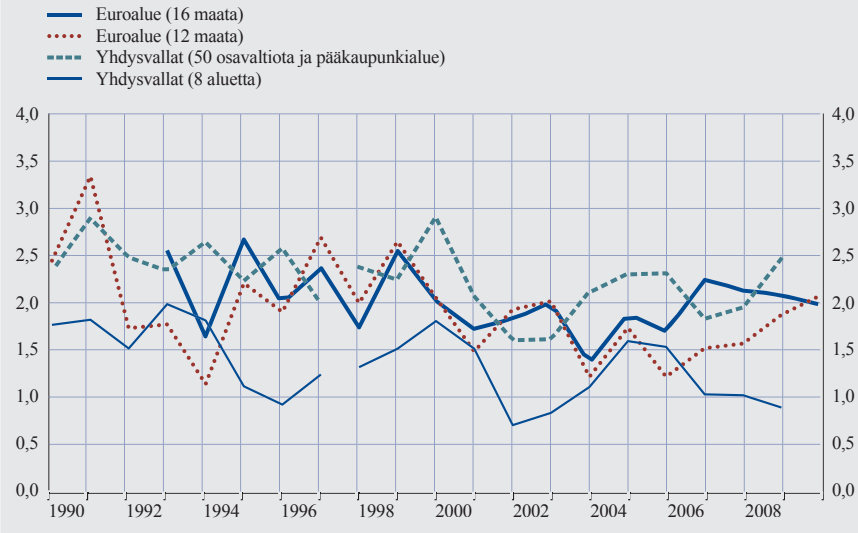
Euroalueen maiden väliset erot inflaatiokehityksessä ja tuotannon kasvussa ovat vähäisiä eivätkä juuri poikkeava eroista muilla suurilla valuuttalueilla kuten Yhdysvalloissa. Erot voivat johtua väestönkehityksen eroista, pitkistä lähentymisprosesseista tai sopeutustoimista, jotka johtavat aiempaa tehokkaampaan voimavarojen kohdentamiseen. Erot inflaatiokehityksessä ja tuotannon kasvussa voivat kuitenkin pitkittyessään antaa aihetta huoleen ja edellyttää muutoksia kansalliseen politiikkaan, jos niiden taustalla on rakenteellisia jäykkyyksiä tai kansallisen politiikan vinoutumia. Euroalueen laajenemisen vaikutusten arvioimiseksi vertaillaan eroja niiden 12 maan välillä, jotka ottivat euron käyttöön vuonna 2002, ja eroja euroalueella vuonna 2010.

Kuviossa 2.6 esitetään inflaatiokehityksen painottamaton keskihajonta euroalueella ja Yhdysvalloissa. YKHI-inflaatiiovauhtien erot 12 maan euroalueella pysyivät jokseenkin vakaina 1990-luvun lopulta lähtien eivätkä juuri poikenneet eroista Yhdysvaltain 14 suurkaupunkialueen välillä. Yhdysvaltain neljän alueen välillä hajontaa oli kuitenkin vähemmän. Vuonna 2009 ja vuoden 2010 ensimmäisinä kuukausina inflaatioerot kasvoivat euroalueella jonkin verran, kun talouden taantuminen ja elpyminen etenivät eri maissa eri tavoin ja myös maiden finanssipoliittiset toimet poikkesivat toisistaan (joissakin maissa esimerkiksi korotettiin välillisiä veroja). Erojen kasvu kertoo siitä, että kertyneitä tasapainottomuuksia on korjattava talouspoliittisella sopeutuksella kansallisella tasolla, ja sopeutus on jo alkanut. Vuoden 2010 jälkipuoliskolla inflaatioerot euroalueella

Erot vuotuisessa inflaatiokehityksessä

Kuvio 2.7 BKT:n kasvun hajonta euroalueen maissa ja Yhdysvalloissa¹⁾

(painottamaton keskihajonta, prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2010 ennuste ja Yhdysvaltain Bureau of Economic Analysis (BEA).

1) Yhdysvaltain alueellisissa tilastoinnissa on katkos vuonna 1998. Osavaltioiden ja alueiden BKT on laskettu osavaltiokohtaisesti. BEA on jakanut maan kahdeksaan alueeseen. Slovakia on mukana euroalueen tiedoissa vuodesta 1992 alkaen.

pienenivät, ja vuoden 2011 alussa ne olivat jo lähellä edeltäneen vuosikymmenen keskiarvoa. Slovenia liittyi euroalueeseen vuonna 2007, Kypros ja Malta vuonna 2008 ja Slovakia vuonna 2009, ja 16 maan euroalueen inflaatioerot lähentyvät vähitellen inflaatioeroja 12 maan kokoonpanossa. Vertailua vaikeuttavat yhdenmukaistamattomien tietojen lisäksi maantieteelliset erot.

Erot BKT:n kasvussa

Kuviossa 2.7 esitetään tuotannon kasvun painottamaton keskihajonta euroalueella ja Yhdysvalloissa. Erot 12 maan euroalueella pysyivät jokseenkin vakaina 1990-luvulla ja alkoi-

vat 2000-luvulla pienentyä. Viime aikoina talouskasvun hajonta on kuitenkin palannut 2000-luvun alun luke-miin eli hieman kasvanut. Hajonta 16 maan euroalueella (jossa siis ovat mukana Slovenia, Kypros, Malta ja Slovakia) on ollut hyvin samankaltainen kuin 12 maan kokoonpanossa vuodesta 1994 alkaen, joskin viime vuosina hajontaa on ollut enemmän 16 maan alueella. Kuviosta näkyy, että tuotannon kasvun hajonta on ollut euroalueella varsin samankaltaista kuin Yhdysvalloissa. Tässäkin vertailua vaikeuttavat yhdenmukaistamattomat tiedot ja maantieteelliset erot.

3 EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIA

Tässä luvussa kuvataan EKP:n rahapolitiikan strategiaa, jota EKP noudattaa pyrkiessään ensisijaisen tavoitteen mukaisesti ylläpitämään hintavakautta. Ensimmäisessä osassa kerrotaan, miksi rahapolitiikalle on asetettu tällainen tavoite. Toisessa osassa kuvataan rahapolitiikan välittymismekanismien keskeisiä piirteitä (miten rahapolitiikka vaikuttaa hintakehitykseen) ja pohditaan niiden merkitystä rahapolitiikan harjoittamisen kannalta. Seuraavissa osissa tarkastellaan lähemmin EKP:n rahapolitiikan strategian keskeisimpiä piirteitä, ja lopuksi kerrotaan, miten strategia on ohjannut maailmanlaajuisen finanssi-kriisin aikana tehtyjä rahapoliittisia päätöksiä.

3.1 RAHAPOLITIIKAN TEHTÄVÄ JA HINTA- VAKAUDEN EDUT

Mitä rahapolitiikalla voidaan tehdä ja mitä ei

Säätelemällä rahaperustaa...

Rahapolitiikan vaikutus talouteen perustuu siihen, että keskuspankilla on yksinoikeus rahaperustan luomiseen: se laskee liikkeeseen seteleitä ja tarjoaa pankeille keskuspankkirahoitusta. Monopoli-asemansa ansiosta keskuspankki pystyy vaikuttamaan rahamarkkinaolosuhteisiin ja ohjaamaan lyhyitä korkoja.

...keskuspankki voi vaikuttaa talouden kehitykseen

Lyhyellä aikavälillä keskuspankin aikaansaama rahamarkkinakorkojen muutos vaikuttaa useiden mekanismien ja talouden toimijoiden toiminnan kautta taloudellisiin muuttujiin kuten tuotantoon ja hintoihin. Tätä moniulotteista prosessia kutsutaan rahapolitiikan välittymismekanismiksi. Sen yleiset piirteet ymmärretään, mutta kaikista siihen liittyvistä tekijöistä ei olla yksimielisiä.

Pitkällä aikavälillä muutokset rahan tarjonnassa vaikuttavat yleiseen hintatasoon...

Rahan neutraalius on yleisesti hyväksytty ja empiirisesti vahvistettu oletus taloustieteissä. Pitkällä aikavälillä eli kaikkien talouden sopeutumisprosessien jälkeen rahan määrän muutos taloudessa (olettaen, että muut tekijät

pysyvät ennallaan) vaikuttaa vain yleiseen hintatasoon, ei muihin tekijöihin. Se ei siis aiheuta pysyviä muutoksia reaalityalouden muuttujissa kuten tuotannon määrässä tai työllisyydessä.

Sama perusoletus eli rahan neutraalius pitkällä aikavälillä on kaiken tavantomaisen makrotaloudellisen ajattelun ja makrotalousteorioiden taustalla. Taloudessa reaalitytulot ja työllisyys määräytyvät pitkällä aikavälillä lähinnä reaalitysten (tarjontapuolen) tekijöiden pohjalta. Näitä tekijöitä ovat esimerkiksi teknologinen kehitys, väestönkasvu, talouden toimijoiden mieltymykset ja talousjärjestelmän institutionaaliset tekijät (omistusoikeus, veropolitiikka, hyvinvointipolitiikka ja muut säännökset, jotka vaikuttavat markkinoiden joustavuuteen sekä kannustimiin, joilla edistetään työn ja pääoman tarjontaa ja inhimilliseen pääomaan investoimista).

Pitkällä aikavälillä keskuspankki ei voi vaikuttaa talouskasvuun säätelemällä rahan tarjontaa. Inflaatiota kuitenkin pidetään pohjimmiltaan rahataloudellisenä ilmiönä. Pitkäaikaiseen nopeaan inflaatioon liittyy yleensä rahan määrän voimakas kasvu. Muutkin tekijät (kuten kokonaisyksynnän vaihtelu,

...mutta eivät reaalitytuloihin eivätkä työllisyyteen

Inflaatio on viime kädessä rahataloudellinen ilmiö

tekniikan kehitys tai raaka-aineiden hintasokit) saattavat lyhyellä aikavälillä vaikuttaa hintakehitykseen, mutta niiden vaikutusta voidaan ajan mittaan tasoittaa säätämällä rahan määrää. Keskuspankki voi siis ohjalla pidemmän aikavälin hinta- eli inflaatiokehitystä.

kotitalouksien hyvinvointia ja myös talouden tuotantopotentiaalia.

Jos luotonantajat voivat luottaa hintavakauden säilyvän tulevaisuudessa, he eivät vaadi niin suuria inflaatoriskipremioita kompensoidakseen pitkäaikaisiin nimellisarvoisiin sijoituksiin liittyviä riskejä. Uskottava rahapolitiikka pienentää reaalkorkoihin sisältyviä riskipremioita, mikä tehostaa resurssien kohdentamista pääomamarkkinoilla ja kannustaa investoimaan. Se puolestaan edistää taloudellista hyvinvointia.

...pienentämällä korkojen inflaatoriskipremioita,...

Ylläpitämällä uskottavasti hintavakautta vähennetään myös todennäköisyyttä, että yksityishenkilöt ja yritykset siirtäisivät resursseja pois tuottavista kohteista suojautuakseen inflaatiolta. Nopean inflaation oloissa pyritään keräämään reaaliomaisuutta, sillä se säilyttää inflaation vallitessa arvonsa paremmin kuin raha tai tietyt rahoitusvarat. Reaaliomaisuuden kerryttäminen ei kuitenkaan ole tehokasta investoimista, vaan se jarruttaa talouskasvua.

...ehkäisemällä tarpeetonta suojautumista,...

Verotus- ja etuusjärjestelmät voivat luoda kannustinloukkuja, jotka vääristävät taloudellista käyttäytymistä. Useimmiten inflaatio ja deflaatio pahentavat tällaisia vääristymiä, sillä finanssipoliittinen järjestelmä ei yleensä salli veroasteiden ja sosiaaliturvamaksujen sitomista inflaatiovauhtiin. Hintavakauden vallitessa vääristymien pahenemiseen liittyvät reaalkustannukset jäävät pois.

...vähentämällä verotus- ja sosiaaliturvajärjestelmien vääristymiä,...

Inflaatio syö käteisvarojen arvoa, ja inflaation vallitessa kotitaloudet pyrkivät vähentämään käteisen käyttöä. Samalla pyritään välttämään ”kengänpohjakustannuksia” eli vaivaa, jota aiheutuu kun

...kasvattamalla käteisvarojen hallussapidon etuja,...

Hintavakaus parantaa talouden kasvupotentiaalia

Rahan määrän kasvun ja inflaation välinen yhteys taloudessa sekä rahapolitiikan neutraalius pitkällä aikavälillä on vahvistettu lukuisissa taloudellisissa tutkimuksissa eri ajanjaksoilla ja eri maissa. Sekä empiirisissä että teoreettisissa tutkimuksissa on vahvistettu, että inflaatiosta ja deflaatiosta aiheutuu huomattavia kustannuksia. Hintavakautta ylläpitävässä järjestelmässä tällaiset kustannukset ovat kuitenkin alhaisia ja niiden erottaminen empiirisesti on vaikeampaa. Nykyisin ollaan laajalti yksimielisiä siitä, että hintavakaus kohentaa taloudellista hyvinvointia ja talouden kasvupotentiaalia.

Hintavakauden edut

Hintavakaus tukee elintason nousua...

Hintavakauden tavoite koskee yleistä hintatasoa taloudessa, ja sen avulla pyritään välttämään sekä pitkittynyt inflaatio että deflaatio. Hintavakaus edistää talouskehityksen ja työllisyyden kohenemista monin tavoin.

...parantamalla suhteellisten hintojen vertailtavuutta,...

Hintavakauden vallitessa suhteellisten hintojen muutokset (eli yksittäisten tavaroiden tai palvelujen hinnanmuutokset) on helpompi erottaa yleisen hintatason muutoksista ja ihmiset tietävät, että useimmiten hinnanmuutosten taustalla ovat muutokset kyseisten tavaroiden ja palveluiden tarjonnassa ja kysynnässä. Näin markkinat voivat kohdentaa resurssejaan tehokkaammin. Hintavakauden ansiosta markkinat pystyvät ohjaamaan resursseja kaikkein tuottavimpiin kohteisiin, mikä parantaa

ihmisten on käytävä useammin pankissa (tai käteisautomaatilla).

...ehkäisemällä varallisuuden ja tulojen mielivaltaista jakautumista,...

Ylläpitämällä hintavakautta ehkäistään myös varallisuuden ja tulojen uudelleenjakautumista (esimerkiksi tallettajilta velallisille), joka liittyy hintakehityksen arvaamattomiin muutoksiin inflatorisen ja deflatorisen kehityksen yhteydessä. Yleensä inflaatiosta kärsivät eniten yhteiskunnan heikoimmat, joilla on vähiten mahdollisuuksia suojautua inflaatiolta. Hintavakaus edistää sosiaalista yhteenkuuluvuutta ja vakautta. Kuten 1900-luvulla monesti nähtiin, nopea inflaatio tai deflaatio voi luoda sosiaalista ja poliittista epävakautta.

...ja edistämällä rahoitusjärjestelmän vakautta

Äkilliset rahoitusvarojen arvonmuutokset voivat horjuttaa pankkisektorin taseiden vakautta sekä vähentää kotitalouksien ja yritysten varallisuutta. Jos rahapolitiikan avulla onnistutaan ylläpitämään hintavakautta uskottavasti, voidaan välttää sijoitusten reaaliarvoon kohdistuvat inflaatio- ja deflaatiosokit. Hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka edistää merkittävästi rahoitusjärjestelmän vakautta.

Hintavakautta ylläpitämällä tuetaan laajempia taloudellisia päämääriä

Hintavakautta ylläpitämällä keskuspankki siis edistää merkittävästi laajempia taloudellisia päämääriä kuten elintason nousua, talouskasvua ja parempia työllisyysmahdollisuuksia. Useissa maissa on todettu empiirisissä tutkimuksissa, että inflaatiolla on negatiivinen vaikutus kasvuun. Inflaation jatkuva nopeutuminen syö nimellistulojen lyhyen aikavälin kasvun ja johtaa lopulta reaalityulojen jatkuvaan laskuun.

Perussopimuksissa määrätyt tehtävät

Nämä perusperiaatteet näkyvät perussopimuksen määräyksissä,...

Talous- ja rahaliitto EMUssa tavoitteet ja tehtävät on jaettu selkeästi politiikkaa toteuttavien eri viranomaisten kesken edellä kuvattujen periaatteiden mukaisesti (ks. luku 1). Euroopan unio-

nin toiminnasta tehdyn sopimuksen nojalla eurojärjestelmän ja sen vastuulla olevan yhteisen rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintavakautta. Lisäksi eurojärjestelmän tulee tukea ”yleistä talouspolitiikkaa unionissa osallistuakseen [...] unionin tavoitteiden saavuttamiseen”, ”sanottun kuitenkin rajoittamatta hintatason vakauden tavoitetta”. Unionin tavoitteita ovat muun muassa täystyöllisyys ja tasapainoinen talouskasvu.

Institutionaalisten järjestelyjen lähtökohtana on periaate, että hintavakaus on eurojärjestelmän ensisijainen tehtävä. Koska rahapolitiikalla voidaan viime kädessä vaikuttaa vain hintatasoon, hintavakaus on paras tapa, jolla keskuspankki voi edistää taloudellista hyvinvointia ja talouden pitkän aikavälin kasvunäkymiä. Varmistamalla pysyvän hintavakauden keskuspankki edistää tasapainoista talouskehitystä pitkällä aikavälillä, kannustaa pääomanmuodostukseen ja vaikuttaa siten epäsuorasti tulojen kasvuun. Olisi ollut epätarkoituksenmukaista asettaa rahapolitiikalle reaalityloja tai työllisyyttä koskevia tavoitteita, sillä rahapolitiikalla ei voida vaikuttaa pysyvästi reaalityloiden muuttujiin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että keskuspankilla on käytettävissään vain yksi väline tavoitteensa saavuttamiseen. Toiseksi reaalityloiden tasapainottaminen lyhyellä aikavälillä ja talouden kasvupotentiaalin parantaminen ovat finanssi- ja rakennepolitiikasta vastaavien talouden toimijoiden vastuulla. Eurojärjestelmän selkeä tavoitehierarkia pohjautuu vuosikymmenten käytännön kokemukseen ja lukuisiin taloustieteellisiin tutkimuksiin, jotka osoittavat, että rahapolitiikka edistää parhaiten talouskehitystä ja kansalaisten elintason nousua ylläpitämällä pysyvästi hintavakautta.

...joissa hintavakaus asetetaan rahapolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi

3.2 RAHAPOLITIIKAN VÄLITYSMIS- MEKANISMI

Välittymismekanismi ja välittymiskanavat

Rahapolitiikka
välittyy pitkällä,
vaihtelevalla
ja epävarmalla
viiveellä...

Rahapoliittiset päätökset vaikuttavat koko talouteen ja erityisesti hintatasoon ns. rahapolitiikan välittymismekanismien kautta. Välittymisprosessin eri vaiheissa on mukana monia eri mekanismeja ja talouden toimijoita, minkä vuoksi rahapolitiikka vaikuttaa hintakehitykseen yleensä verrattain hitaasti. Lisäksi vaikutusten laajuus ja voimakkuus saattavat vaihdella taloudellisen tilanteen mukaan, joten tarkkaa vaikutusta on vaikea arvioida. Kaiken kaikkiaan keskuspankit joutuvat rahapolitiikan harjoittamisessa yleensä varautumaan pitkiin ja vaihteleviin viiveisiin, joita ei voida ennakoida tarkasti.

...ja myös ulko-
puoliset sokit
vaikuttavat
siihen

Rahapolitiikan välittymismekanismien määrittämistä vaikeuttaa se, että käytännössä talouskehitykseen kohdistuu alati erilaisia sokkeja. Esimerkiksi öljyn tai muiden raaka-aineiden hintojen ja hallinnollisesti säänneltyjen hintojen muutoksilla voi lyhyellä aikavälillä olla suoria vaikutuksia inflaatioon. Vastaavasti maailmantalouden tai finanssipolitiikan kehitys voi vaikuttaa kokonaiskysyntään ja siten hintakehitykseen. Lisäksi rahoitusvarallisuuden hinnat ja valuuttakurssit ovat sidoksissa rahapolitiikan lisäksi moniin muihinkin tekijöihin. Rahapolitiikassa on siis tarkkailtava välittymisketjua, jotta rahoitusjärjestelmään kohdistuvat ulkopuoliset sokit eivät pääse häiritsemään rahapolitiikan impulssien välittymistä. Muitakin inflaatiokehityksen kannalta olennaisia tekijöitä on otettava huomioon, jotta ne eivät pääse vaikuttamaan pitkän aikavälin inflaatiokehitykseen ja -näkyymiin hintavakaustavoitteen vastaisesti. Kulloinkin vaadittavat raha-

poliittiset toimenpiteet riippuvat aina talouteen kohdistuvien sokkien luonteesta, laajuudesta ja kestosta. Jotta keskuspankki voi kussakin tilanteessa valita tarvittavat rahapoliittiset toimet, sen on oltava selvillä hintakehitykseen vaikuttavista tekijöistä.

Rahapoliittiset impulssit voivat välittyä reaalityalouteen yhtä aikaa useita välittymiskanavia pitkin, ja eri kanavat voivat vaikuttaa hintakehitykseen eri tavoin. Keskuspankkien toimintaympäristö on monimutkainen taloudellisten vuorovaikutussuhteiden verkko. Tärkeimpiä tyypillisiä rahapolitiikan välittymiskanavia on esitetty kuvion 3.1 vasemmassa laidassa.

Useita
välittymis-
kanavia

Muuttaessaan operaatioissaan käytettäviä ohjauskorkoja keskuspankki käynnistää (pitkän) vaikutusketjun, jonka kautta rahapoliittiset päätökset välittyvät hintatasoon. Operaatioissaan keskuspankki yleensä jakaa rahoitusta pankeille (perusteellinen kuvaus eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä on luvussa 4). Pankkijärjestelmä tarvitsee keskuspankin jakamaa ja liikkeeseen laskemaa rahaa ("rahaperusta") vastatakseen käteisrahan kysyntään, maksaakseen pankkien välisiä velkoja ja pitääkseen vaadittavia vähimmäisvarantoja keskuspankissa. Rahaperustan luominen on keskuspankin yksinoikeus, joten se päättää operaatioissaan käytetyt korot. Näin se vaikuttaa pankkien likviditeetin hankintakustannuksiin, jotka pankit taas siirtävät eteenpäin niiltä lainaa ottaville asiakkaille (ns. korkokanava).

Ohjauskorkojen
muuttaminen...

Keskuspankki vaikuttaa tämän prosessin kautta tilanteeseen rahamarkkinoilla ja siten rahamarkkinakorkoihin. Rahamarkkinakorkojen muutokset puolestaan vaikuttavat vähitellen muihin korkoihin (kuten pankkien

...vaikuttaa suoraan
rahamarkkina-
korkoihin,...

lyhyisiin antolainaus- ja talletuskorkoihin).

...vaikuttaa odotuksiin,...

Odotukset tulevista ohjauskorkojen muutoksista vaikuttavat pitkiin markkinakorkoihin, sillä ne kuvastavat odotuksia lyhyiden korkojen tulevasta kehityksestä. Hyvin pitkiin korkoihin (esimerkiksi valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoihin ja pitkäaikaisten pankkilainojen korkoihin) rahamarkkinakorkojen muutokset eivät vaikuta yhtä suoraviivaisesti. Nämä korot riippuvat paljolti talouden pitkän aikavälin kasvua ja inflaatiotrendejä koskevista markkinaodotuksista. Hyvin pitkiin korkoihin keskuspankin ohjauskorkojen muutokset vaikuttavat siis vain, jos ne muuttavat markkinoiden odotuksia pitkän aikavälin talouskehityksestä. Rahapolitiikalla voidaan myös ohjata talouden toimijoiden inflaatio-odotuksia ja vaikuttaa siten hintakehitykseen (ks. kuvio 3.1).

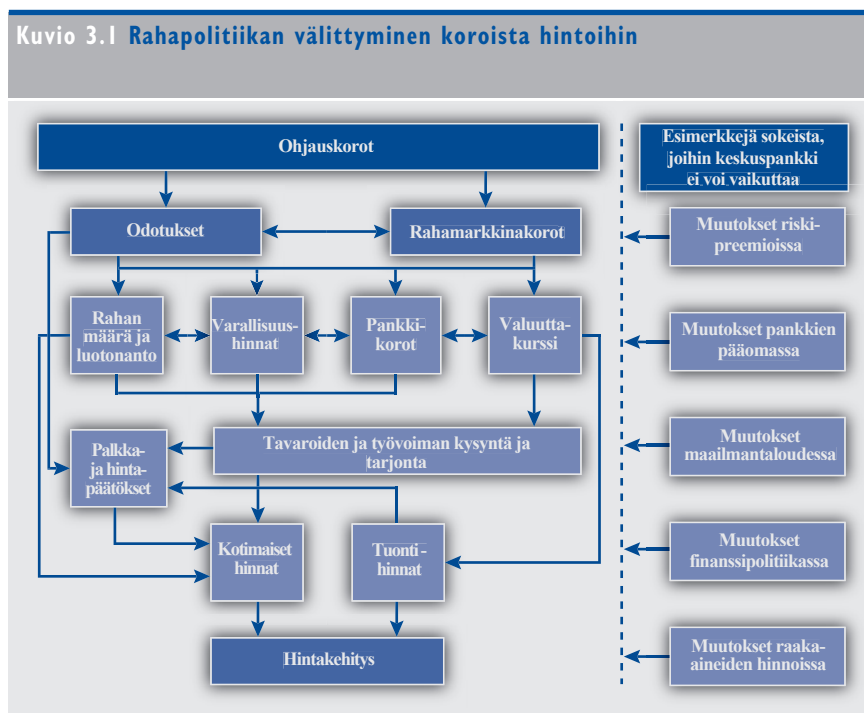
Korkojen muutokset vaikuttavat kotitalouksien ja yritysten säästämis-, kulutus- ja investointipäätöksiin. Siten kaikkien muiden tekijöiden pysyessä ennallaan korkojen nousu yleensä vähentää kotitalouksien ja yritysten halukkuutta ottaa lainaa kulutukseen tai investointeihin. Korkeammat korot niin ikään tekevät tulojen säästämisestä kannattavampaa niiden kuluttamiseen verrattuna, koska säästämisestä saatava tuotto kasvaa.

...vaikuttaa säästämis- ja investointipäätöksiin,...

Kulutus- ja investointikäyttäytymisen muutosten seurauksena myös tavaroiden ja palveluiden kotimainen kysyntä suhteessa kotimaiseen tarjontaan muuttuu. Kun kysyntä ylittää tarjonnan (ja muut seikat pysyvät ennallaan), syntyy todennäköisesti hintojen nousupaineita. Lisäksi kokonaiskysynnän muutokset saattavat johtaa työmarkkinoiden ja välituotemarkkinoiden olojen kiristymiseen tai kevenemiseen, mikä

...saa aikaan muutoksia kokonaiskysynnässä ja hinnoissa,...

Kuvio 3.1 Rahapolitiikan välittyminen koroista hintoihin



puolestaan voi vaikuttaa hinta- ja palkka päätöksiin näillä markkinoilla.

...vaikuttaa varallisuus-hintoihin,...

Rahapoliittiset päätökset vaikuttavat rahoitusoloihin ja odotuksiin ja siten myös rahoitusmarkkinoiden muuttujiin kuten varallisuushintoihin (esimerkiksi osakkeiden hintoihin) ja valuuttakursseihin. Valuuttakurssimuutokset vaikuttavat inflaatioon suoraan – kulutuskorissa olevien tuontitavaroiden kautta – mutta myös erilaisten kanavien kautta (ks. kuvio 3.1). Muiden varallisuushintojen muutokset vaikuttavat inflaatioon yleensä epäsuorasti, kun varallisuusvaikutukset näkyvät yksityissektorin kuluspäätöksissä. Pitkäkestoisten varallisuushintakuplien äkillinen puhkeaminen vaikuttaisi myös rahoitusvakauteen. Varallisuushintojen voimakas nousu ja sen jälkeinen raju lasku ovat tyypillisiä pitkään jatkuneen kevyen rahapolitiikan yhteydessä.

...vaikuttaa luoton-tarjontaan,...

Lisäksi ohjauskorkojen muutokset saattavat vaikuttaa luottojen tarjontaan (ns. luottokanava). Koronnoston jälkeen riski, että osa velallisista ei kykene maksamaan lainojaan takaisin, saattaa kasvaa niin suureksi, että pankit eivät enää myönnä lainaa joillekin kotitalouksille ja yrityksille (luottokanavan pankkilainakanava) ja nämä joutuvat lykkäämään kulutus- tai investointisuunnitelmiaan tuonemmaksi. Korkojen muutokset vaikuttavat myös yritysten taseisiin. Korkojen nousu pienentää yritysten nettovarallisuutta, mikä alentaa varallisuuden vakuusarvoa ja rajoittaa siten yritysten lainantokikyä (luottokanavan tasekanava).

...ja voi vaikuttaa riskinotto-käyttäytymiseen taloudessa

Perinteisen, lainanannon määrään keskittyvän pankkilainakanavan lisäksi rahapoliittiset päätökset voivat välittyä talouteen ns. riskinottokanavan kautta. Riskinottokanava vaikuttaa pankkien halukkuuteen kantaa lainanantoon liit-

tyviä riskejä: ensinnäkin alhaiset korot kasvattavat omaisuuserien ja vakuuksien arvoa, ja jos omaisuuserien arvonnousun uskotaan myös olevan kestävä, sekä lainanottajat että pankit ovat valmiita ottamaan suurempia riskejä. Toiseksi alhaiset korot tekevät riskipitoisista omaisuuseristä haluttavampia sijoituskohteita toimijoiden tavoitellessa suurempia voittoja. Pankeissa siis yleensä lievennetään luotonantokriteerejä, mikä voi johtaa lainanannon liialliseen kasvuun.

Valuuttakurssimuutokset vaikuttavat inflaatioon ensinnäkin siksi, että ne voivat näkyä suoraan tuontitavaroiden kotimaisissa hinnoissa. Jos valuuttakurssi vahvistuu, tuontitavaroiden hinnat yleensä laskevat. Mikäli tavarat menevät suoraan kulutukseen, hinnalaskulla on välitön inflaatiota hidastava vaikutus. Jos tuontihyödykkeitä käytetään tuotantopanoksina, niiden hintojen aleneminen voi ajan mittaan välittyä myös lopputuotteiden hintoihin. Lisäksi valuuttakurssimuutokset voivat vaikuttaa inflaatioon heikentämällä tai parantamalla kotimaassa tuotettujen tavaroiden kilpailukykyä ulkomaanmarkkinoilla. Jos valuuttakurssin vahvistuminen nostaa kotimaassa tuotettujen tavaroiden hintaa maailmanmarkkinoilla ja heikentää siten kilpailukykyä, ulkomainen kysyntä vaimenee, mikä vähentää kaiken kaikkiaan kysyntäpainetta taloudessa. Valuuttakurssin vahvistumisella on siis inflaatiopaineita vähentävä vaikutus (jos kaikki muut seikat pysyvät ennallaan). Valuuttakurssivaikutusten voimakkuus riippuu talouden avoimuudesta ulkomaankaupan suhteen. Valuuttakurssimuutoksilla on yleisesti ottaen pienempi vaikutus suuriin talouksiin kuin pieniin avoimiin talouksiin. Lisäksi valuuttakursseihin ja muun rahoitusvarallisuuden hintoi-

Valuuttakurssi-kanava

hin vaikuttavat rahapolitiikan ohella monet muutkin tekijät.

Odotuskanava Odotuskanavan kautta vaikutetaan pääasiassa yksityisen sektorin pitkän aikavälin odotuksiin. Viime vuosikymmeninä kanavan merkitys rahapolitiikan harjoittamisessa on kasvanut erityisen suureksi. Sen tehokkuus riippuu keskuspankin viestinnän uskottavuudesta, joka puolestaan perustuu ensisijaisesti vankkaan rahapolitiikkaan. Jos keskuspankki toteuttaa tehtävänsä uskottavasti, rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa hintakehitykseen suoraan ohjaamalla talouden toimijoiden inflaatio-odotuksia ja vaikuttamalla siten palkka- ja hintapäätöksiin. Keskuspankin uskottavuus kestäväntä hintavakauden ylläpitäjänä on tässä keskeistä. Jos talouden toimijat luottavat keskuspankin kykyyn ja aikomukseen ylläpitää hintavakautta, inflaatio-odotukset pysyvät tiukasti hintavakauden määritelmän mukaisina, mikä puolestaan vaikuttaa palkka- ja hintapäätöksiin taloudessa. Hintavakauden vallitessa inflaation kiihtymiseen ei tarvitse varautua palkan- ja hinnankorotuksin. Näin uskottavuus helpottaa rahapolitiikan tehtävän täyttämistä.

Empiirinen tieto välittymisprosessista

Välittymismekanismien ymmärtäminen on keskeistä rahapolitiikan harjoittamisessa, joten sen perustana olevia monimutkaisia vuorovaikutussuhteita on koetettu eritellä lukuisissa tutkimuksissa. Ajan myötä saataville on tullut lisää tietoa ja tutkimustuloksia, ja rahapolitiikan välittymisestä euroalueella on jo saatu kattavampi käsitys. Yksi rahapolitiikan välittymistä selvittäneen ”Monetary Transmission Network”-tutkimusverkoston keskeisistä löydöksistä oli, että rahapolitiikka vaikuttaa talouteen pääasiassa korkokanavan kautta. Vaikka empiirinen tutkimus rahapolitiikan välittymismekanismien ja

sen kanavien kvantifioimiseksi on ollut viime vuosikymmeninä suureksi avuksi, tulokset ovat valaisseet monimutkaista prosessia vain osittain. Opittavaa on siis edelleen, ja EKP seuraa jatkosakin mahdollisia käyttäytymiseen ja rakenteisiin liittyviä muutoksia.

EKP otti vastuun täysin uudesta valuutta-alueesta, joten sen rahapolitiikan välittymisprosessiin ja taustalla oleviin tilastotietoihin liittyi erittäin suurta epävarmuutta – toisin kuin useimmilla muilla keskuspankeilla. Lisäksi vuoden 1999 alussa tapahtunutta yhteisen rahan käyttöönottoa seuranneet institutionaaliset ja käyttäytymismallien muutokset ovat saattaneet vaikuttaa talouden muuttujien välisiin suhteisiin.

Saatujen kokemusten myötä on voitu vahvistaa, että useat muissa talouksissa laajalti hyväksytyt ja vakiintuneet tosiseikat pätevät myös euroalueeseen. Ensinnäkin rahapoliittiset päätökset välittyvät kotimaiseen hintatasoon pitkällä ja arvaamattomalla viiveellä. Toiseksi rahapolitiikka välittyy normaaliaikoina pääasiassa korkokanavan kautta, jolloin rahapolitiikan tiukentuminen saa tuotannon supistumaan ohimenevästi. Vaikutuksen arvioidaan olevan suurimmillaan, kun koronnostosta on kulunut vuodesta kahteen vuotta. Hinnossa rahapolitiikan tiukentuminen näkyy hitaammin kuin tuotannossa, ja hinnat myös laskevat yleensä hitaammin. Viimeaikaiset tutkimukset ovat paljastaneet, että rahapolitiikan välittymismekanismi ja korkosokkien vaikutus tuotantoon ja inflaatioon eivät ole merkittävästi muuttuneet yhteisen rahan käyttöönoton jälkeen. Kolmanneksi korkojen muutokset vaikuttavat yritysten kassavirtoihin ja pankkien lainanantoon ja siten talouskehitykseen, mikä vahvistaa, että rahapolitiikan luottokanava on olennaisen tärkeä.

Välittymismekanismiin liittyvä epävarmuus

Koronmuutosten tavanomaiset vaikutukset

Tutkimus auttaa ymmärtämään välittymismekanismia paremmin

3.3 EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIA: YLEISET PERIAATTEET JA PÄÄPIIRTEET

Rahapolitiikan tehtävät

EKP:n neuvosto pyrkii välittymisprosessia koskevan tietämyksen pohjalta vaikuttamaan rahamarkkinaoloihin. Lyhyet korot voidaan asettaa niin, että hintavakaus säilyy keskipitkällä aikavälillä. Keskuspankin toimintakenttä leimaa jatkuva suuri epävarmuus, joka koskee sekä taloutta koettelevien sakkien luonnetta että makrotaloudellisten muuttujien välisiä riippuvuussuhteita ja niiden voimakkuutta. On kuitenkin mahdollista määritellä joitakin menestyksellään rahapolitiikan keskeisiä piirteitä.

Rahapolitiikan täytyy pitää välittymis- mekanismi toimivana

Toimivat rahamarkkinat ovat ratkaisevan tärkeä tekijä korkokanavan toiminnan kannalta, ja korkokanavan moitteeton toiminta on EKP:n ohjauskorkojen välittymisen edellytyksenä. EKP:n neuvoston rahapolitiikan välittymisen rahamarkkinakorkoihin riippuu vahvasti siitä, miten pankit käyttäytyvät ja kuinka halukkaita ne ovat ylläpitämään sujuvaa likviditeetin kulkua pankkien välisillä markkinoilla. Rahamarkkinoiden toimintahäiriöt voivat heikentää rahapolitiikan kykyä vaikuttaa hintavakausnäkyymiin pelkästään korkoja muuttamalla. Viimeaikaiset tapahtumat ovat osoittaneet, että laajamittainen rahoitusmarkkinoiden epävakaus voi häiritä rahapolitiikan välittymistä. Pitääkseen rahapolitiikan välittymismekanismi toimivana ja ylläpitääkseen hintavakautta keskipitkällä aikavälillä keskuspankki voi joutua ottamaan käyttöön epätavanomaisia rahapolitiittisia toimia. Näitä ovat mm. likviditeettioperaatiot, joilla pyritään edistämään korkopäätösten välittymistä ja yleisemmin luotonsaantia taloudessa.

Rahapolitiikan on oltava enna- koivaa ja ennalta ehkäisevää,...

Koska rahapolitiikan välittymiseen liittyy viiveitä ja epävarmuutta, rahapolitiikkaan tehdyt muutokset vaikuttavat

hintatasoon vasta muutaman vuosineljänneksen tai jopa muutaman vuoden kuluttua. Keskuspankkien on siis aina määritettävä, millaista senhetkisen rahapolitiikan tulee olla, jotta sillä voitaisiin säilyttää hintavakaus tulevaisuudessa välittymisviiveen jälkeen. Rahapolitiikan on siis oltava ennakkoivaa ja ennalta ehkäisevää.

Koska rahapolitiikan välittyminen vie aikansa, rahapolitiikalla ei pystytä torjumaan lyhyellä aikavälillä hintavakauteen kohdistuvia odottamattomia (esimerkiksi raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen muutoksista johtuvia) häiriöitä. Tästä syystä inflaatiovauhti vaihtelee väistämättä jonkin verran lyhyellä aikavälillä. Välittymismekanismien mutkikkouden vuoksi rahapolitiikan vaikutuksiin liittyy aina paljon epävarmuutta. Rahapolitiittiset päätökset tulisikin tehdä keskipitkän aikavälin näkökulmasta, jolloin vältetään turhat toimet ja tarpeettoman epävakauden syntyminen reaalityönteeseen.

Kuten osassa 3.2 todettiin, rahapolitiikka on huomattavasti tehokkaampaa, jos inflaatio-odotukset on ankkuroitu lujasti. Keskuspankilla on siksi oltava selkeät tavoitteet, ja sen on harjoitettava rahapolitiikkaa johdonmukaisesti. Lisäksi keskuspankin viestinnän on oltava avointa ja selkeää. Näin rahapolitiikasta tulee uskottavaa. Vain silloin voidaan ohjailta talouden toimijoiden odotuksia. Lujasti ankkuroidut inflaatio-odotukset toimivat automaattisina vakauttajina ja parantavat rahapolitiikan vaikutusmahdollisuuksia, kun makrotalouteen liittyy suurta epävarmuutta ja välittymismekanismissa on häiriöitä.

Keskuspankkina EKP joutuu ottamaan huomioon, että mm. talouden indikaat-

...painotuttava
keskipitkälle
aikavälille,...

...ankkuroita-
va inflaatio-
odotukset
lujasti...

...ja oltava
laaja-alaista

toreihin, euroalueen talouden rakenteeseen ja rahapolitiikan välittymismekanismiin liittyy huomattavaa epävarmuutta. Rahapolitiikan on siis onnistuakseen oltava laaja-alaista, ja siinä on otettava huomioon kaikki olennaiset tiedot, jotta ymmärretään, mitkä tekijät vaikuttavat talouskehityksen taustalla. Menestyksekkäässä rahapolitiikassa ei voida luottaa vain johonkin tiettyyn taloutta kuvaavaan malliin.

Kattava rahapoliittisen päätöksenteon välineistö

EKP on ottanut käyttöön ja julkistanut rahapolitiikan strategian, jolla varmistetaan, että rahapoliittiset päätökset tehdään johdonmukaisella tavalla. Strategiasta on tehty edellä mainittujen yleisperiaatteiden mukainen, jotta EKP voi vastata toimintaympäristönsä haasteisiin. Rahapolitiikan strategia on tarkoitettu kattavaksi välineistöksi, jota käyttäen päätetään lyhyiden korkojen tarkoituksenmukaisesta tasosta ja tiedotetaan näistä päätöksistä.

EKP:n rahapolitiikan strategian osat

EKP:n rahapolitiikan strategian keskeiset tekijät ovat hintavakauden kvantitatiivinen määritelmä sekä kaksi analyysia, joilla arvioidaan hintavakautta uhkaavia riskejä. Kahdella analyysillä varmistetaan, että EKP:n neuvosto ottaa arviossaan huomioon kaikki sellaiset tiedot ja analyysit, jotka ovat tarpeen ennakoivan ja ennalta ehkäisevän rahapoliittisen päätöksenteon kannalta. Näin EKP:n strategia auttaa myös tiedottamaan rahapoliittisista päätöksistä selkeästi ja avoimesti.

3.4 HINTAVAKAUDEN KVANTITATIIVINEN MÄÄRITELMÄ

EKP on antanut hintavakaudelle kvantitatiivisen määritelmän

Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen mukaan eurojärjestelmän ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintavakautta. Täsmennyksenä tavoitetta EKP:n neuvosto asetti vuonna 1998 hintavakaudelle kvantitatiivisen määri-

telmän, jonka mukaan hintavakaudella tarkoitetaan euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin alle 2 prosentin vuotuista nousua ja siihen pyritään keskipitkällä aikavälillä. EKP:n neuvosto täsmensi määritelmää vuonna 2003 rahapolitiikan strategian perusteellisen arvioinnin pohjalta. Täsmennyksen määritelmän mukaan YKHI-inflaation tulisi olla alle 2 % mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n neuvostolla oli useita syitä julkistaa hintavakauden kvantitatiivinen määritelmä. Määritelmän myötä on selvää, miten EKP:n neuvosto tulkitsee EKP:n ensisijaista tavoitetta, mikä auttaa ymmärtämään rahapoliittista päätöksentekoa ja lisää rahapolitiikan avoimuutta. Lisäksi hintavakauden määritelmä on selkeä vertailukohta, jonka avulla suuri yleisö voi arvioida EKP:n onnistumista tehtävässään. Jos hintakehityksen havaitaan poikkeavan hintavakauden määritelmästä, EKP:n on perusteltava poikkeamat ja selitettävä, miten hintavakaus voidaan saavuttaa uudelleen kohtuullisessa ajassa. Määritelmällä myös ohjataan tulevaa hintakehitystä koskevia odotuksia.

EKP:n rahapolitiikassa keskitytään euroalueeseen kokonaisuutena. Hintavakautta arvioidaan koko euroalueen hintakehityksen perusteella, joten yhteistä rahapolitiikkaa koskevilla päätöksillä pyritään saavuttamaan hintavakaus euroalueen taloudessa. Euroalueen tarkasteleminen kokonaisuutena on luonnollista, sillä rahaliitossa rahapolitiikalla voidaan ohjata ainoastaan keskimääräistä korkotasoa alueen rahamarkkinoilla. Rahapolitiikan välineet ovat samat koko alueella.

Määritelmän mukaan hintavakauden saavuttamista arvioidaan euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin eli YKHI:n perusteella. YKHI-indeksin

Määritelmä sekä ankkuroi inflaatio-odotuksia että lisää EKP:n rahapolitiikan avoimuutta

Hintavakautta tavoitellaan euroalueella kokonaisuutena

YKHI

avulla pystytään kuvaamaan melko hyvin muutoksia tyypillisten kulutustavaroiden ja palvelujen korin hinnassa (ks. kehikko 3.1). Hintavakautta mitataan kokonaisinflaatiolla, jonka kehitys vastaa koko korin hinnan kehitystä. Yhdenmukaistetun kokonaisinflaatioindeksin käyttö korostaa EKP:n sitoutumista rahan ostovoiman turvaamiseen täysipainoisesti ja tehokkaasti. Ns. pohjainflaatioindekseistä voidaan saada

täydentäviä tietoja hintakehityksen taustalla vaikuttavista syistä. Näissä indekseissä korista on poistettu tiettyjä hintavaihtelulle alttiita eriä kuten energia ja jalostamattomat elintarvikkeet. EKP seuraa näitä indikaattoreita muttei pidä pohjainflaatiota sopivana mittapuuna euroalueen hintavakauden arvioimiseen.

Määritelmässä puhutaan YKHI:n alle 2 prosentin noususta. Hintavakauden

Kehikko 3.1 Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin laatiminen ja ominaisuudet

EKP:n neuvoston antama hintavakauden määritelmä perustuu euroalueen yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin (YKHI). Hintaindeksin laadintaperiaatteista vastaa Euroopan komissio (Eurostat) yhteistyössä kansallisten tilastolaitosten kanssa. YKHI:n keskeisenä käyttäjänä eurojärjestelmä on ollut tiiviisti mukana tässä työssä.

Eurostatin julkaisemia YKHI-tilastoja on saatavissa tammikuusta 1995 eteenpäin. YKHIstä ja sen eristä on saatavissa vuodesta 1990 alkaen arvioituja historiatietoja, mutta ne eivät ole täysin vertailukelpoisia vuodesta 1995 lähtien laadittujen YKHI-tilastojen kanssa. Vuoden 2010 kulutusmenojen painojen perusteella tavaroiden osuus YKHIstä oli 58,0 % ja palvelujen 42,0 % (ks. taulukko 3.1). Purkamalla YKHI eriin pyritään tunnistamaan ne taloudelliset tekijät, jotka vaikuttavat kuluttajahintojen kehitykseen. Esimerkiksi energiaerän hintakehitys liittyy läheisesti öljyn hinnan muutoksiin. Elintarvikkeiden hinnat taas jaotellaan jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoihin, sillä sääolojen ja kausivaihtelun kaltaiset tekijät vaikuttavat jalostamattomien elintarvikkeiden hintoihin mutta eivät niinkään jalostettujen elintarvikkeiden hintoihin. Palvelujen hinnat on jaettu viiteen alaeeseen, joiden kehityksessä ilmenee eroja markkinatilanteen mukaan.

Taulukko 3.1 YKHI:n pääerien painot euroalueella vuonna 2010

Kokonaisindeksi	100,0
Tavarat	58,0
Jalostamattomat elintarvikkeet	7,3
Jalostetut elintarvikkeet	11,9
Teollisuustuotteet (pl. energiatuotteet)	29,3
Energia	9,6
Palvelut	42,0
Asumiseen liittyvät palvelut	10,2
Kuljetus	6,6
Viestintä	3,3
Vapaa-ajan ja henkilökohtaiset palvelut	14,9
Muut	7,1

Lähde: Eurostat.

YKHIä varten eri maiden käytäntöjä on yhdenmukaistettu jäsenvaltioiden kesken sovitujen EU:n säännösten ja suuntaviivojen pohjalta. Ne koskevat muun muassa indeksin kattavuutta, alustavia standardeja laadun muutosten huomioon ottamiseksi, uusien tavaroiden ja palveluiden lisäämistä ja painojen tarkistamista. Standardit ovat vielä alustavia, sillä yhdenmukaistamista tarvitaan monilla osa-alueilla. Lisäksi on sovittu alaindeksien yksityiskohtaisesta, yhdenmukaisesta luokituksesta, jonka avulla tiettyjen kulutuserien hintakehitystä voidaan vertailla maittain yhdenmukaisin perustein. Koska YKHI on yhdenmukaistettu ja koska siihen on tehty tarkkuutta, luotettavuutta ja ajantasaisuutta koskevia tilastollisia parannuksia, siitä on tullut laadukas kansainvälisen tason hintaindeksi ja yleisesti vertailukelpoinen indikaattori maiden välillä. Laadun muutoksia ja otantaa koskeviin standardeihin sekä omistusasumisen kustannusten käsittelyyn tehdään edelleen parannuksia.

määritelmän vastaista on siis paitsi yli 2 prosentin inflaatiovauhti myös deflaatio (eli yleisen hintatason pitkäkestoinen lasku). Hintavakautta ylläpitäessään EKP:n neuvosto pyrkii pitämään inflaatiovauhdin hieman alle 2 prosentissa. Näin jätetään riittävä marginaali deflaation riskien varalta. Deflaatiosta aiheutuu taloudelle yhtä lailla kustannuksia kuin inflaatiostakin (ks. osa 3.1). Deflaation välttäminen on tärkeää myös siksi, että se saattaa ilmetessään jäädä pitkäkestoiseksi, sillä rahapolitiikan liikkumavara on rajallinen nimelliskoron laskiessa lähelle nollaa. Deflatorisen kehityksen aikana inflaatio-odotusten ankkurointi pettää ja yhä useammat odottavat hintojen laskevan omalla painollaan. Tällöin rahapolitiikka ei välttämättä pysty tukemaan taloutta riittävästi korkovälineen avulla. Nimelliskorkoa ei voida laskea alle nollan, sillä silloin rahat kannattaisi pikemmin pitää käteisenä kuin antaa lainaksi tai tallettaa negatiivisella korolla. Joitakin elvyttäviä rahapoliittisia toimia voidaan toteuttaa silloinkin, kun nimelliskorot ovat nollassa, mutta tällaiset vaihtoehdot epätavalliset toimenpiteet voivat olla hyvin kalliita. Rahapolitiikalla on siis vaikeampi torjua deflaatiota kuin inflaatiota.

Kun tavoitteena on inflaatiovauhti, joka on hieman alle 2 prosentin (siis selvästi yli nollan), on otettu huomioon myös mahdollisuus, että YKHIllä mitattu inflaatiovauhti olisi hieman tosiasiallista inflaatiota nopeampi. Mitattaessa hintatason muutoksia YKHI:n perusteella voi näet esiintyä pieni positiivinen mittausharha. Kuluttajahintaindekseissä voi esiintyä mittausrvirheitä erilaisista syistä. Mittausvirhe voi syntyä, jos hinnoissa ei oteta riittävästi huomioon laadun muutoksia tai jos jotkin tärkeät transaktiot jäävät säännönmukaisesti indeksin laskemisessa käytetyn otoksen ulkopuolelle. Useissa taloustutkimuksissa on havaittu pieni positiivinen mittausharha kansallisissa kuluttajahintaindekseissä. Tämä viittaa siihen, että mitattu nollainflaatio saattaisi (esimerkiksi tavaroiden laadun paraneamisen vuoksi) itse asiassa merkitä todellisen hintatason hienoista laskua. Euroalueella on ryhdytty useisiin toimiin, joilla pyritään varmistamaan, että hintatilastoja päivitetään nopeasti. Euroopan unionin tilastotoimisto Eurostat tekee jatkuvasti parannuksia YKHIin, joten mittausharha jää todennäköisesti pieneksi.

Määritelmässä otetaan huomioon mahdollinen mittausharha...

Kun rahapolitiikalle asetetaan rahaliitossa täsmällinen tavoite, otetaan huomioon, että talouskehityksessään eri vaiheissa olevien rahaliiton alueiden välillä on inflaatioeroja. Niissä euroalueen maissa, jotka käyvät läpi rakenteellista lähentymisprosessia, inflaatiovauhti saattaa olla pitkäänkin keskimääräistä nopeampi. Samalla talouskehityksessään pitkällä olevat maat voivat joutua toimimaan olosuhteissa, joissa inflaatiovauhti on hyvin hidaskin tai jopa negatiivinen. Periaatteessa eri alueiden väliset inflaatioerot ovat rahaliittojen normaali piirre. Ne ovat kiinteä osa sopeutumismekanismeja alueen talouksien kehityserojen kaventuessa. Rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa ainoastaan koko euroalueen hintatasoon, ei alueiden tai kaupunkien välisiin inflaatioeroihin. Inflaatioerot saattavat johtua tilapäisistä tekijöistä ja siten olla väliaikaisia. Tällaiset erot eivät anna aiheutta huoleen. Jos rahaliiton eri alueiden reaali-talouden lähentyminen ei ole edennyt loppuun saakka, alueiden välille voi kuitenkin syntyä rakenteellisia inflaatioeroja. Valuutta-alueella voi esimerkiksi olla tulo- ja elintasoeroja.

Euroalueen maiden väliset inflaatioerot ovat kohtuullisia ja enimmäkseen samankaltaisia kuin muilla suurilla valuutta-alueilla, esimerkiksi Yhdysvalloissa (ks. osa 2.8). Erot voivat johtua väestönkehityksen eroista, pitkistä lähentymisprosesseista tai sopeutustoimista, joiden myötä voimavarojen kohdentaminen tehostuu. Sitkeät yksittäisten euroalueen maiden inflaatioerot voivat johtua osaksi rakenteellisista jäykkyyksistä tai

vinoutuneesta kansallisesta politiikasta. Pitkään jatkuva keskimääräistä nopeampi inflaatiovauhti voi heikentää maan kilpailukykyä. Rahaliitossa inflaatioeroihin on puututtava poliittisilla päätöksillä. Koska inflaatioeroja vääjäämättä on, on esitetty, että EKP:n rahapolitiikassa tulisi keskipitkällä aikavälillä pyrkiä saavuttamaan niin nopea koko euroalueen inflaatiovauhti, ettei talous rakenteellisesti hitaamman inflaation alueilla kärsisi mahdollisista nimellisistä jäykkyyksistä eikä deflaatiokausista. Kaikkien käytettävissä olevien tutkimusten mukaan euroalueen hieman alle 2 prosentin inflaatiovauhdilla varmistetaan myös tässä mielessä riittävä marginaali.

Olenainen osa EKP:n rahapolitiikkaa on pyrkimys säilyttää hintavakaus keskipitkällä aikavälillä. Edellä todetun mukaisesti tämä kuvastaa yksimielisyyttä siitä, ettei rahapolitiikalla voida eikä pidä hienosäätää hintatai inflaatiokehitystä lyhyellä muutamman viikon tai kuukauden aikavälillä. Rahapolitiikan muutokset vaikuttavat hintoihin vaihtelevalla viiveellä, ja vaikutuksen voimakkuus on ennalta arvaamaton ja riippuu talouden tilasta (ks. osa 3.2). Rahapolitiikalla ei siis pystytä tasoittamaan kaikkia hintatasoon kohdistuvia odottamattomia häiriöitä, eikä inflaation lyhytaikaista vaihtelua siksi voida välttää. Harjoittamalla rahapolitiikkaa keskipitkän aikavälin näkökulmasta keskuspankki voi varmistaa, että se ei omalla toiminnallaan aiheuta tarpeettomia tuotannon vaihteluja, kun se puuttuu inflaatioon vaikuttaviin häiriöihin.

Kehikko 3.2 EKP:n rahapolitiikan keskipitkän aikavälin näkökulma

Talouteen kohdistuu jatkuvasti enimmäkseen odottamattomia häiriöitä, jotka vaikuttavat myös hintakehitykseen. Rahapolitiikalla taas voidaan vaikuttaa hintakehitykseen vain huomattavalla viiveellä. Viiveet ovat vaihtelevia, ja niihin liittyy huomattavaa epävarmuutta, kuten taloudellisiin riippuvuussuhteisiin yleensäkin. Keskuspankin olisi mahdollista pitää inflaatio aina tietyn tavoitteen mukaisena tai palauttaa haluttu inflaatiovauhti aina nopeasti. Rahapolitiikan on siksi toimittava ennakoivasti, ja sillä voidaan ylläpitää hintavakautta vain pitemmällä aikavälillä. Tämän vuoksi EKP:n rahapolitiikkaa harjoitetaan keskipitkän aikavälin näkökulmasta.

EKP ei tarkoita keskipitkällä aikavälillä mitään ennalta määrättyä ajanjaksoa, vaan se haluaa pitää käsitteen joustavana. Tähän on useita syitä. Ei kannata määritellä ennalta tarkkaa ajanjaksoa, jota silmällä pitäen rahapolitiikkaa harjoitettaisiin, sillä rahapolitiikan välittymismekanismi toimii vaihtelevalla ja arvaamattomalla viiveellä. Lisäksi EKP:n tehtäväksi on määritelty ennemminkin hintavakauden säilyttäminen kuin tiettyyn inflaatiovauhtiin pyrkiminen. Kun rahapolitiikassa ei tarvitse koettaa päästä inflaatiotavoitteeseen ennalta määrättyllä lyhyellä aikavälillä, lyhyen aikavälin kehitykseen ei tarvitse reagoida mekaanisesti. Kulloinkin sopivimmat raholiittiset toimet hintavakauden varmistamiseksi riippuvat aina talouteen vaikuttavien häiriöiden luonteesta ja laajuudesta. Moniin häiriöihin (kuten kysynnän häiriöihin, joiden vaikutuksesta tuotanto ja hinnat kehittyvät samaan suuntaan) on usein suotavaa puuttua rahapolitiikalla nopeasti, sillä siten voidaan paitsi säilyttää hintavakaus myös vakauttaa taloutta. On kuitenkin muunkinlaisia talouden häiriöitä (esim. kustannuksia kasvattavat häiriöt, kuten öljyn hinnan nousu), joiden vaikutuksesta hinnat kehittyvät eri suuntaan kuin tuotanto. Rahapolitiikassa on esimerkiksi hyväksyttävä öljyn hintasokkien välittömien vaikutusten aiheuttama inflaation nopeutuminen, koska se ei ole torjuttavissa. Liian aggressiiviset toimenpiteet hintavakauden palauttamiseksi lyhyessä ajassa voisivat moisissa olosuhteissa aiheuttaa merkittäviä tuotannon ja työllisyyden heilahteluja, mikä pitemmällä aikavälillä saattaisi vaikuttaa myös hintakehitykseen. Vallitsee laaja yksimielisyys siitä, että vaihteittain etenevillä raholiittisillä toimilla pystytään parhaiten välttämään tarpeettoman suuria vaihteluja reaalityössä ja pitämään yllä hintavakautta pitemmällä aikavälillä. Keskipitkän aikavälin näkökulma antaa siis EKP:lle myös joustavuutta, jota se tarvitsee reagoidakseen tarkoituksenmukaisesti mahdollisiin talouden häiriöihin.

EKP keskittyy rahapolitiikassaan ylläpitämään hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. EKP:n päätös olla määrittämättä tarkkoja aikarajoja on osoittautunut onnistuneeksi sekä tavallisina että kriisiaikoina. Keskipitkän aikavälin näkökulma perustuu siihen, että rahapolitiikan kannalta olennainen aikaväli, jolla EKP pyrkii pitämään kuluttajahintainflaation hintavakaustavoitteen mukaisena, voi olla pituudeltaan vaihteleva, sillä rahapolitiikan välittymisviiveet ovat paitsi pitkiä myös vaihtelevia ja niihin liittyy epävarmuutta. Jos rahoitusjärjestelmässä on tasapainottomuuksia, niiden inflaatio- tai deflaatiovaikutukset voivat ulottua yli inflaatioarvioissa usein käytettävien kahden tai kolmen vuoden ajanjaksojen. On siis tärkeää, että rahatalouden analyysi (ks. osio 3.5) antaa päätöksentekijöille välineet hintavakauden ylläpitämiseen keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

3.5 HINTAVAKAUTTA UHKAAVIEN RISKIEN ANALYYSOINTI

EKP:n rahapolitiikan strategian kaksi analyysia

Tietoja jäsenetään kahden analyysin avulla

Pystyäkseen tavoitteensa mukaisesti pitämään yleisen hintatason vakaana EKP:n neuvosto arvioi hintavakautta uhkaavia riskejä säännöllisesti kahdessa analyysissa, joissa se jäsentää, arvioi ja vertailee kaikkia riskien määrittämisessä tarvittavia tietoja. Nämä analyysit ovat taloudellinen analyysi ja rahatalouden analyysi, ja ne muodostavat EKP:n neuvoston rahapoliittisten päätösten perustan. EKP:n neuvosto vahvisti tämän linjan ja selvensi sitä toukokuussa 2003.

Kaksi toisiaan täydentävää näkökulmaa

Hintavakautta uhkaavien riskien kattavassa analyysissa hintakehitykseen vaikuttavia tekijöitä arvioidaan kahdesta toisiaan täydentävästä näkökulmasta. Taloudellisessa analyysissa arvioidaan tekijöitä, jotka vaikuttavat hintakehitykseen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Erityistä huomiota kiinnitetään reaalityönteeseen ja kustannustekijöihin. Analyysissa otetaan huomioon,

että lyhyen ja keskipitkän aikavälin hintakehitykseen vaikuttaa suuresti kysynnän ja tarjonnan vuorovaikutus hyödyke-, palvelu- ja tuotannontekijämarkkinoilla. Rahatalouden analyysissa taas tarkastellaan keskipitkän ja pitkän aikavälin kehitystä. Pohjana käytetään rahan määrän ja hintakehityksen välistä yhteyttä pitkällä aikavälillä. Rahatalouden analyysilla pyritään erityisesti vahvistamaan käsitystä siitä, mitkä taloudellisesta analyysista saadut lyhyen ja keskipitkän aikavälin tiedot ovat merkittäviä rahapolitiikan kannalta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Kahdella analyysilla pyritään varmistamaan, että hintavakauteen kohdistuvia riskejä arvioitaessa otetaan huomioon kaikki olennaiset tiedot ja eri näkökulmat. Vertailemalla analyysien tuloksia voidaan muodostaa kokonaisarvio hintavakautta uhkaavista riskeistä. Samalla viestitään yleisölle analyysin monimuotoisuudesta ja varmistetaan, että päätöksillä on eri analyytisiin näkökulmiin perustuvat vankat perusteet (ks. kehikko 3.3, jossa käsitellään vaihtoehtoisia strategioita).

Varmistetaan olennaisten tietojen ottaminen huomioon

Kehikko 3.3 Vaihtoehtoisia rahapolitiikan strategioita

Keskuspankeilla on, ja on ollut, erilaisia rahapolitiikan strategioita. Euroopan rahapolitiininen instituutti ja EKP harkitsivat useita erilaisia strategioita, ennen kuin päätös kahteen analyysiin perustuvasta vakauteen tähtäävästä strategiasta tehtiin.

Eräs harkituista strategioista perustuu **rahan määrän kasvutavoitteeseen**. Keskuspankki käytännössä muuttaa ohjauskorkoja joko kiihdyttääkseen tai hidastaakseen rahan määrän kasvuvauhdin tietyn ennalta ilmoitetun tavoitevauhdin mukaiseksi. Tavoitevauhti on johdettu siten, että se edistää hintavakautta. Tällainen strategia edellyttää ensiksikin, että rahan määrän ja hintatason suhde (esim. rahan kysyntäfunktion kautta) on vakaa keskipitkällä aikavälillä. Jos näin on, voidaan määrittää hintavakauden mukainen rahan määrän kasvuvauhti. Lisäksi rahan määrää pitäisi voida ohjailta rahapolitiikan avulla. Jos molemmat ehdot toteutuvat, keskuspankki voi ohjauskorkoja säätelemällä pitää rahan määrän kehityksen ennalta määrättyllä uralla ja siten välillisesti ylläpitää hintavakautta (rahan määrän ja hintojen välisen suhteen vakauden ansiosta).

EKP otti oman strategiansa suunnittelussa huomioon keskuspankkien kokemuksia tällaisista strategioista mutta päätti olla ottamatta käyttöön rahan määrän kasvutavoitetta. Hintavakauteen tähtääviä rahapoliittisia päätöksiä tehtäessä katsottiin tarvittavan muistakin makrotalouden muuttujista kuin rahan määrästä saatavia tietoja. Lisäksi euroalueen rahan määrän empiirisiin ominaisuuksiin liittyy epävarmuustekijöitä, jotka johtuvat rahaliittoon siirtymiseen liittyneistä institutionaalisista ja toimintatapojen muutoksista sekä yleisemmin siitä, että erityistekijät voivat tilapäisesti vääristää rahan määrän kehitystä. Siksi ei pidetty suotavana tukeutua yksinomaan rahatalouden analyysiin.

Toinen strategia perustuu **suoraan inflaatiotavoitteeseen**. Tässä strategiassa rahapoliittisia päätöksiä ohjaavat rahan määrän sijasta itse inflaatiouvauhin muutokset, joita verrataan julkistettuun inflaatiotavoitteeseen. Käytössä on useita erilaisia malleja. Niille kaikille on yhteistä lukuna julkistettu inflaatiotavoite ja ennalta määritely aikaväli, jolla tavoitteeseen pyritään. Tätä strategiaa noudattavat keskuspankit reagoivat rahapoliittisissa päätöksissään melko mekaanisesti tiettyä inflaatioindikaattoria koskevien ennusteiden poikkeamiin asetetusta inflaatiotavoitteesta tiettyä ennusteajanjaksona. Tällöin keskuspankin inflaatioennuste on rahapoliittisen analyysin ja keskustelun keskipisteenä sekä keskuspankissa että sen julkisessa viestinnässä.

Vaikka EKP:n strategian ja muiden keskuspankkien strategioiden välillä on monia yhtäläisyyksiä, EKP päätti useista syistä olla ottamatta käyttöön edellä kuvattua suoraan inflaatiotavoitteeseen perustuvaa strategiaa. Ensiksikään pelkkä inflaatioennuste ei ole tarpeeksi kattava ja luotettava perusta hintavakauteen kulloinkin kohdistuvien riskien luonteen määrittämiseksi. Sopivat rahapoliittiset toimet määräytyvät yleensä sen mukaan, mistä hintavakautta uhkaavat riskit ovat peräisin, ja niiden määrittämiseksi on vähintäänkin analysoitava taloudellista tilannetta ja talouden toimijoiden käyttäytymistä perusteellisesti pelkästään inflaatioennusteen sisältämän tiedon pohjalta. Toiseksi inflaatiotavoitteeseen perustuvan strategian puutteena on, että sen puhtaaseen soveltamiseen liittyy erilaisia varsin sattumanvaraisia tekijöitä. Tällainen tekijä on muun muassa kiinteä (esim. kahden vuoden) ennusteajanjakso. Rahapoliittisessa päätöksenteossa voidaan joutua ottamaan huomioon myös sellaisia tekijöitä (kuten varallisuushintojen epätasapaino), jotka mahdollisesti vaikuttavat inflaatioon valitun ajanjakson ulkopuolella. Tämä kävi erityisen selkeästi ilmi viimeaikaisen finanssikriisin aikana: monet inflaatiotavoitteeseen perustuvaa strategiaa käyttävät keskuspankit joutuivat hahmottamaan rahapolitiikan kannalta olennaisen aikavälin aiempaa joustavammin. Kolmanneksi raha-aggregaatteihin sisältyvää tietoa on vaikea sisällyttää inflaatioennusteisiin, jotka perustuvat tavanomaisiin makrotalouden malleihin. EKP katsoo, että tukeutuminen yhteen ainoaan ennusteeseen voisi olla harkitsematonta, kun otetaan huomioon euroalueen talouden rakenteeseen liittyvät merkittävät epävarmuustekijät. Suotavimpana pidetään talouskehitystä koskevien tietojen analysointia useiden analysointimenetelmien pohjalta.

Kolmas vaihtoehtoinen strategia perustuu **valuuttakurssitavoitteeseen**. Monet Euroopan maat sovelsivat tätä strategiaa ennen rahaliittoa, kun ne osallistuivat Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssimekanismiin. Valuuttakurssimuutoksilla saattaa niiden aiheuttamien tuontihintojen muutosten kautta olla merkittävä vaikutus hintatasoon pienissä avoimissa talouksissa, joissa vientitavaroiden tuotanto ja tuontitavaroiden kulutus muodostavat suuren osan taloudesta. Valuuttakurssitavoitteeseen perustuvaa strategiaa ei pidetty euroalueen kannalta sopivana siksi, että alueen talous on suuri ja suhteellisen suljettu ja siinä valuuttakurssimuutosten vaikutus hintatasoon on vähäisempi kuin pienessä avoimessa taloudessa.

Hintavakauteen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä kohdistuvien riskien analyysi...

Taloudellinen analyysi

Taloudellisissa analyysissä arvioidaan lähinnä talouden ja rahoitusmarkkinoiden kehitystä sekä hintavakauteen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä kohdistuvia riskejä. Tarkasteltavia reaalitalouden ja rahoitusmarkkinoiden muuttujia ovat mm. kokonaistuotannon kehitys, kokonaiskysyntä ja sen erät, finanssipolitiikka, tilanne pääoma- ja työmarkkinoilla, laaja joukko hinta- ja kustannusindikaattoreita, valuuttakurssikehitys, maailmantalous ja maksutase, rahoitusmarkkinat sekä euroalueen sektoreiden tasetilanne. Kaikki nämä muuttujat ovat hyödyllisiä, kun arvioidaan reaalitalouden kehitystä ja hintojen todennäköistä kehitystä eli kysynnän ja tarjonnan vuorovaikutusta hyödyke-, palvelu- ja tuotantokelijämarkkinoilla lyhyellä aikavälillä. Lisäksi euroalueen kokonaistalouden näkymiä koskevat asiantuntija-arviot ovat tärkeässä asemassa taloudellisissa analyysissä.

...auttaa tunnistamaan häiriöiden luonteen

Taloudellisissa analyysissä kiinnitetään huomiota talouteen vaikuttavien häiriöiden luonteeseen ja siihen, miten ne vaikuttavat kustannuksiin ja hinnoitteluun ja mahdollisesti leviävät taloudessa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Jotta EKP:n neuvosto pystyy tekemään tarkoituksenmukaisia päätöksiä, sen on saatava kattava kuva vallitsevasta taloustilanteesta ja siitä, minkä luonteiset ja miten voimakkaat talouden häiriöt hintavakautta mahdollisesti uhkaavat. Rahapolitiikalla voi olla tarkoituksenmukaista reagoida eri tavalla öljyn maailmanmarkkinahinnan tilapäisen nousun aiheuttamiin inflaatiopaineisiin ja eri tavalla sellaiseen kuluttajahintojen nousuun, joka johtuu työvoimakustannusten kasvusta palkkojen noustua ilman, että tuottavuus olisi kasvanut. Tilapäiset inflaatiopaineet aiheuttavat ohimenevän inflaatio-

piikin, jonka jälkeen tilanne palautuu nopeasti ennalleen. Jos häiriö ei pääse vaikuttamaan inflaatio-odotuksiin, se ei välttämättä uhkaa hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Palkankorotusten ollessa liian suuria on sen sijaan vaarana, että syntyy kierre, jossa kustannusten nousu, hintojen nousu ja jatkuvasti kovenevat palkankorotusvaatimukset ruokkivat toisiaan. Kierre voidaan ehkä parhaiten estää päättäväsillä rahapoliittisilla toimilla, joilla osoitetaan keskuspankin sitoutuminen hintavakauden ylläpitämiseen ja tasoitetaan siten inflaatio-odotuksia.

Reaalitaloutta kuvaavien indikaattorien analyysissä EKP tarkastelee säännöllisesti kokonaistuotannon kehitystä, kysyntää ja työmarkkinatilannetta, useita erilaisia hinta- ja kustannusindikaattoreita, finanssipolitiikkaa sekä euroalueen maksutaseen kehitystä. Näiden indikaattorien avulla arvioidaan kokonaiskysynnän ja -tarjonnan kehitystä sekä kapasiteetin käyttöastetta. EKP teettää myös taloudellista analyysia tukevia kyselyitä (esim. Survey of Professional Forecasters). Kehikossa 3.4 on tietoa EKP:n analysoimista euroalueen indikaattoreista.

Taloudellisissa analyysissä seurataan tarkasti myös rahoitusmarkkinoita kuvaavien indikaattorien ja varallisuushintojen kehitystä, sillä varallisuushintojen muutokset voivat vaikuttaa hintakehitykseen tulo- ja varallisuusvaikutusten kautta (ks. kehikko 3.5). Esimerkiksi osakkeiden hintojen noustessa osakkeita omistavat kotitaloudet vaurastuvat ja saattavat ryhtyä kuluttamaan enemmän, mikä lisää kulutuskysyntää ja saattaa ruokkia kotimaisia inflaatiopaineita. Osakkeiden hintojen laskiessa kotitaloudet sitä vastoin saattavat vähentää kulutustaan.

Reaalitalouden indikaattorien analyysi

Rahoitusmarkkina-kehityksen analysointi

Kehikko 3.4 Euroalueen kehitystä kuvaavat tilastot

Kuten osassa 3.2 todettiin, rahapoliittiset päätökset vaikuttavat hintatasoon monimutkaisen prosessin kautta ja joskus merkittävälläkin viiveellä. Hintavakausnäkyviä arvioitaessa on siksi tarkasteltava useita eri indikaattoreita. Talouden tilasta voidaan saada luotettava kuva vain laadukkaiden tilastojen avulla. Puutteellisiin tai epäluotettaviin tilastoihin perustuvat virheelliset rahapoliittiset päätökset voivat käydä kalliiksi, jos ne johtavat inflaation kiihtymiseen ja tuotannon vaihteluihin. Useille euroalueen tilastojen osa-alueille on määritelty yhteiset metodologiastandardit. Euroalueen tilastojen tuotantoa kehitetään ja parannetaan jatkuvasti. Tässä kehikossa luodaan yleiskatsaus euroalueen tilastojen tärkeimpiin osa-alueisiin.

Euroalueen tilastojen saatavuus

Euroalueen tilastojen pääasialliset viralliset lähteet ovat EKP:n lehdistötiedotteet ja EKP:n Kuukausikatsauksen tilasto-osa (tai tilastotaskukirja). Ne ovat saatavissa sekä EKP:n verkkosivuilla että maksuttomana painettuna versiona. Tarkempia tilastotietoja on EKP:n verkkosivuston tilasto-osion Statistical Data Warehouse -palvelussa (<http://sdw.ecb.europa.eu>), josta saa tilastoja eri muodoissa sekä tietoa tilastoissa käytetyistä (oikeudellisista) määritelmistä ja käsitteistä.

Yleiset talustilastot

Hintoja, kustannuksia, tuotantoa, kysyntää ja työmarkkinoita koskevilla tilastotiedoilla on suuri merkitys EKP:n rahapolitiikan harjoittamisessa. EKP:n määritelmän mukaan hintavakauden saavuttamista mitataan euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) perusteella. Hinta- ja kustannuskehitystä kuvaavat tilastot voivat antaa merkittäviä enteitä kuluttajahintojen tulevasta muutoksista tuotantokustannusten muutosten välittyessä kuluttajahintoihin. Työvoimakustannukset ovat tuotantokustannusten tärkeä osa, joten niillä on suuri vaikutus hinnanmuodostukseen. Tuotantoa ja kysyntää kuvaavat indikaattorit (kansantalouden tilinpito, lyhyen aikavälin tilastot teollisuuden ja palvelujen kehityksestä, tilauskannat ja kvalitatiiviset suhdannekyselytiedot) sekä työmarkkinatilastot (tiedot työllisyydestä, työttömyydestä, avoimista työpaikoista ja osallistumisesta työmarkkinoille) antavat tietoa talouden suhdannetilanteesta.

Rahataloutta, rahoituslaitoksia ja rahoitusmarkkinoita koskevat tilastot

EKP laatii ja julkaisee kuukausittain monenlaisia rahataloutta, rahoituslaitoksia ja rahoitusmarkkinoita koskevia tilastoja. Raha-aggregaatit ja niiden vastaerät lasketaan rahalaitossektorin taseesta (ks. osa 2.7). Rahalaitossektorin tasetilastoja käytetään myös pohjana laskettaessa vähimmäisvarantoja, joita rahalaitosten on pidettävä kansallisissa keskuspankeissa (ks. osa 4.3). Lisäksi EKP vastaa luottolaitoksia ja rahamarkkinarahastoja (molemmat kuuluvat rahalaitossektoriin) koskevista tilastoista sekä sijoitusrahastotilastoista. EKP myös kokoaa yhdenmukaistettuja tilastoja euroalueen kotitalouksien ja yritysten laina- ja talletuskoroista rahalaitoksissa. EKP laatii rahoitusmarkkinoita koskevia eriteltyjä tilastoja (kuten päivittäin julkaistavan euroalueen tuottokäyrän).

Maksutasetilastot ja muut euroalueen ”ulkomaiset tilastot”

Euroalueen maksutasetilastot sisältävät tärkeimmät taloustoimet euroalueen toimijoiden ja alueen ulkopuolisten tahojen välillä. Maksutasetilastoista ja ulkomaankauppatilastoista saadaan tärkeää tietoa viennin ja tuonnin sekä vienti- ja tuontihintojen kehityksen vaikutuksesta kysyntään ja sen myötä inflaatiopaineisiin. EKP julkaisee euroalueen efektiivisiä valuuttakursseja ja euroalueen maiden yhdenmukaistettuja kilpailukykyindikaattoreita. Indeksien avulla voidaan arvioida, millainen vaikutus valuuttakurssimuutoksilla ja raaka-

aineiden hintojen muutoksilla voi olla tuontihintoihin. Lisäksi EKP julkaisee esimerkiksi euroalueen ulkomaista varallisuutta koskevia neljännesvuosittaisia ja vuosittaisia tilastoja, joista käyvät ilmi euroalueen ulkomaiset velat ja saamiset.

Euroalueen tilinpito

Euroalueen rahoitus- ja reaalitylinpidossa esitetään kaikkien talouden sektoreiden kuten kotitalouksien, rahoituslaitosten ja yritysten rahoitustoimet ja taseet. Näistä tilastoista ilmenevät eri sektoreiden rahoitusinvestoinnit ja rahoituksenhankinta, varallisuuden ja velkojen kehitys sekä sektoreiden keskinäiset rahoitussuhteet. Niissä noudatetaan yhtenäistä Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmää (EKT 95). Tilastojen avulla muun muassa analysoidaan rahoitustaseissa näkyvää sijoituskohteiden muuttumista ja seurataan raha- ja rahoitustilastoista tiheään saatavien tietojen johdonmukaisuutta.

Julkisen talouden rahoitustilastot

EKP saa käyttöönsä liiallisia alijäämiä koskevaan menettelyyn ja vakaus- ja kasvusopimukseen liittyviä tilastoja sekä vuosittaisia tietoja, joiden avulla arvioidaan EU:n jäsenvaltioiden lähentymistä (eli niiden valmiutta ottaa euro käyttöön). Julkista taloutta koskevissa vuosittaisissa tilastoissa näkyvät julkisyhteisöjen tulot ja menot, julkisen talouden velka sekä julkisen talouden alijäämän ja julkisen velan muutosten välinen suhde. Neljännesvuosittaiset julkisyhteisöjen rahoitustilastot (joihin sisältyvät tulot ja menot) ovat keskeinen osa yhtenäistä euroalueen ei-rahoitussektorin ja rahoitussektorin tilinpitoa koskevaa järjestelmää.

Kyselytutkimukset

Elinkeinoelämälle ja kuluttajille suunnatuista suhdannekyselyistä saadaan ennakoivaa ja ajantasaista tietoa kvantitatiivisia indikaattoreita varten. Kyselyitä tekevät Euroopan komissio, kaupalliset tilastolähteet ja tilastolaitokset. Eurojärjestelmä toteuttaa lisäksi omia kyselytutkimuksia, jotka helpottavat euroalueen rahoitusolojen ajantasaista arvioimista. Pankkeille tehtävässä neljännesvuosittaisessa luotonantokyselyssä saadaan tietoja euroalueen luottomarkkinoiden kysyntä- ja tarjontatilanteesta sekä euroalueen pankkien luottopolitiikasta. Pienten ja keskiuurten yritysten rahoituksen saantia koskeva puolivuositainen kyselytutkimus auttaa arvioimaan yritysten rahoitustarvetta, rahoituksen rakennetta ja sen saatavuutta. Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksesta saadaan tietoa inflaatio-odotuksista, BKT:n kasvusta ja alakohtaisesta työttömyysasteesta euroalueella. Uusi kyselytutkimus euroalueen kotitalouksien varallisuudesta ja kulutuksesta auttaa ymmärtämään paremmin kotitalouksien taloudellisia päätöksiä.

Kehikko 3.5 Rahoitusmarkkinahinnoista saatavat tiedot

Rahoitusmarkkinahinnat ilmentävät sijoittajien odotuksia talouden kehityksestä ja ovat siis tärkeä tietolähde rahapolitiisessa päätöksenteossa. Varsinkin joukkolainojen nimellis- ja reaalityottojen aikarakenteen avulla voidaan arvioida yksityisen sektorin odotuksia korkojen ja inflaation kehityksestä.

Lyhyiden korkojen ja riskipremioiden odotettua kehitystä kuvastavat termiinikorot voidaan johtaa joukkolainojen nimellistottojen aikarakenteesta. Tämä tieto on erittäin tärkeää keskuspankille, sillä siitä voidaan päätellä, milloin ja kuinka paljon markkinaosapuolet odottavat ohjaukorkojen muuttuvan.

Joukkolainojen nimellis- ja reaaliuottojen analysointi yhdessä on avuksi yksityisen sektorin inflaatio-odotusten määrittämisessä. Nimellisarvoista joukkolainoista saatavaan tuottoon vaikuttaa kolme tekijää: reaalikorko, sijoittajien inflaatio-odotukset sekä premioinflaatoriskin varalta. Lisäksi inflaatio-odotusten määrittämiseksi tarvitaan tietoja inflaatioidonnaisten joukkolainojen tuotoista. Euroalueella on suuret markkinat näille valtion velkainstrumenteille, joiden pääoma ja kuponkikorko määräytyvät YKHI-indeksillä mitattavan inflaatiokehityksen perusteella (indeksi ilman tupakan hintaa). Joukkovelkakirjojen haltijoita suojataan näin inflaatoriskiltä, ja joukkolainojen tuottoja voidaan pitää reaalkorkojen indikaattoreina. Jäljellä olevalta maturiteetiltaan yhtä pitkien nimellisarvoisten ja inflaatioidonnaisten joukkolainojen tuottojen ero kuvastaa sijoittajien inflaatio-odotuksia ja inflaatoriskipremiota. Tätä eroa tai tarkemmin sanottuna sen kompensoimiseksi tarvittavaa inflaatiovauhtia kutsutaan tuotot yhtenäistäväksi inflaatiovauhdiksi.

Tuotot yhtenäistävän inflaatiovauhdin laskennassa voidaan käyttää eripituisia maturiteetteja, eli inflaatio-odotuksia ja riskipremioita voidaan seurata useilla eri aikaväleillä. Lisäksi aikarakenteesta voidaan johtaa tulevia tuotot yhtenäistäviä inflaatiovauhteja. Esimerkiksi viiden vuoden futuuriin perustuvaa tuotot yhtenäistävää inflaatiovauhtia viiden vuoden kuluttua käytetään indikaattorina, joka kuvaa, miten hyvin pitkän aikavälin inflaatio-odotukset on pystytty ankkuroimaan.

Koska tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti perustuu päivittäisiin rahoitusmarkkinatietoihin, siitä saadaan tietoja tiuhaan. Saatuja tietoja on kuitenkin syytä tulkita varovasti, sillä tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti kuvastaa paitsi puhtaita inflaatio-odotuksia myös inflaatoriskipremioita. Vaikka näiden vaikutusta voidaan selvittää hinnoittelumalleihin perustuvilla ekonometrisillä menetelmillä, erittelyä odotuksiin ja premioihin leimaa huomattava epävarmuus. Lisäksi nimellisarvoisten ja inflaatioidonnaisten joukkolainojen kaupan ja hinnoitteluun vaikuttavat esimerkiksi joukkolainamarkkinoiden likvidiys ja – kun rahoitusmarkkinoilla esiintyy jännitteitä – varojen siirtäminen turvallisina pidettyihin kohteisiin. Nämä tekijät vaikuttavat yleensä eri tavoin nimellisarvoisiin ja inflaatioidonnaisiin joukkolainoihin, ja niillä voi olla huomattava vaikutus tuotot yhtenäistävään inflaatiovauhtiin, vaikka inflaatio-odotukset ja riskipremiot pysyisivät ennallaan. Tällaiset tuotot yhtenäistävään inflaatiovauhtiin liittyviä tietoja hämärtävät vaikutukset olivat erityisen voimakkaita vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin aikana.

Onkin tärkeää verrata tuotot yhtenäistävästä inflaatiovauhdista saatavia tietoja muista indikaattoreista saataviin tietoihin. Inflaatio-odotuksia koskevaa tietoa saadaan esimerkiksi kyselytutkimuksista (joskin niistä saadaan tietoja harvaksen) sekä muista rahoitusinstrumenteista kuten inflaatioidonnaisista swapsopimuksista. Inflaatioidonnaiset swapit ovat johdannaisinstrumentteja, joissa sopimusosapuolet sopivat vaihtavansa keskenään kiinteät maksut ja sopimuskauden todelliseen inflaatiokehitykseen sidotut maksut. Näiden instrumenttien avulla voidaan johtaa inflaatio-odotuksia ja riskipremioita samalla tavoin kuin tuotot yhtenäistävän inflaatiovauhdin avulla. Tuotot yhtenäistävän inflaatiovauhdin tietoja vääristävät tekijät eivät oletettavasti vaikuta samanaikaisesti inflaatioidonnaisiin swapeihin.

Nimellis- ja reaalkorkojen aikarakenteen lisäksi myös muut varallisuushinnat sisältävät tietoa yksityisen sektorin odotuksista, jotka koskevat paitsi itse varallisuushintoja ja niiden vaihtelua myös välillisesti talouskehitystä. Rahatalouden analyysissa käytetään myös menetelmiä, joilla markkinoiden odotuksia voidaan johtaa valuuttafutuuriin ja osakeoptioiden kaltaisista instrumenteista.

Varallisuushinnat sisältävät tietoja yksityisen sektorin odotuksista

Varallisuushintoja ja rahoitusinstrumenttien tuottoja analysoimalla voidaan myös johtaa tietoa rahoitusmarkkinoiden odotuksista mm. tulevan hintakehityksen suhteen. Ostaessaan ja myydessään joukkovelkakirjoja rahoitusmarkkinoiden toimijat samalla ilmaisevat implisiittisesti odotuksensa reaalikorkojen ja inflaation tulevasta kehityksestä. EKP analysoi rahoitusinstrumenttien hintoja monin erilaisin tekniikoin saadakseen niistä tietoa markkinoiden implisiittisistä odotuksista. Varallisuusmarkkinat ja varallisuushinnat ovat perusluonteeltaan ennakoivia. Varallisuushintojen muutokset johtuvat siis yleensä sellaisesta kehityksestä, jota varallisuusmarkkinoilla ei ole osattu odottaa. Varallisuushintoja seuraamalla voidaan onnistua havaitsemaan talouden tai tulevaa talouskehitystä koskeviin odotuksiin vaikuttavia häiriöitä. Rahoitusmarkkinoiden analysoinnin yhteydessä arvioidaan monista eri lähteistä saatavia tilastotietoja varallisuushinnoista. Lisäksi EKP kerää itse määrättyjä tilastotietoja (ks. kehikko 3.4).

Valuuttakurssi-kehityksen analysointi

Myös valuuttakurssimuutoksia arvioidaan tarkkaan, jotta saataisiin selville niiden mahdolliset vaikutukset hintavakauteen. Kuten osassa 3.2 todettiin, valuuttakurssimuutokset vaikuttavat suoraan hintakehitykseen, sillä ne näkyvät tuontihinnoissa. Ne voivat myös muuttaa kotimaassa tuotettujen hyödykkeiden hintakilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla ja vaikuttaa siten kysyntään sekä mahdollisesti hintakehitysnäkymiin. Jos tällaiset valuuttakurssivaikutukset muuttavat palkkaja hintapäätöksiin osallistuvien toimijoiden odotuksia ja käyttäytymistä, valuuttakurssimuutoksista voi aiheutua myös kerrannaisvaikutuksia.

Taloudellista analyysia on parannettu ajan mittaan

EKP:n taloudellista analyysia on parannettu ajan mittaan. Euroalueen reaali-

taloutta ja rahoitusmarkkinoita koskevien tilastojen tuotannossa ja näiden tilastotietojen analyttisessä käsittelyssä on edistytty. Menneen ja tulevan kehityksen arvioinnin ja ymmärtämisen helpottamiseksi on kehitetty useita analyttisiä ja empiirisiä malleja, jotka parantavat lyhyen aikavälin ennusteiden luotettavuutta ja ovat pohjana säännöllisesti laadittaville euroalueen talousnäkyymiä koskeville arvioille. Seuraamalla uusia tilastotietoja ja hyödyntämällä kaikkia saatavilla olevia analyttisiä välineitä voidaan jatkuvasti arvioida kattavasti euroalueen taloudellista tilannetta ja näkyymiä sekä päivittää tehtyjä arvioita.

EKP julkaisee Kuukausikatsauksessaan neljästi vuodessa euroalueen talousnäkyymiä koskevat arviot. Kesä- ja joulukuussa julkaistaan eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot, jotka laaditaan EKP:n ja euroalueen keskuspankkien asiantuntijoiden yhteistyönä. Maalis- ja syyskuussa julkaistaan EKP:n asiantuntijoiden arviot. Asiantuntijoiden arvioilla on tärkeä asema taloudellisessa analyysissa. Niiden avulla jäsenetään ja yhdistellään suuri osa taloutta koskevista tiedoista, ja samalla varmistetaan eri lähteistä saatujen tietojen johdonmukaisuus. Näin kokonaistaloudelliset arviot ovat keskeisessä asemassa pyrittäessä terävöittämään kuvaa talousnäkymistä ja siitä, miten lyhyen ja keskipitkän aikavälin inflaatiokehitys poikkeaa pitkän aikavälin kehityksestä.

Arviot perustuvat teknisten oletusten pohjalta muodostettuun skenaarioon. Alun perin arvioissa oletettiin korkojen pysyvän muuttumattomina. Skenaarion toteutuminen on epätodennäköistä, sillä rahapoliittisiin toimiin ryhdytään aina, jos hintavakaus on uhattuna. Kesäkuusta 2006 alkaen lyhyitä korkoja koskeva oletus on perustunut mark-

Euroalueen talousnäkyymiä koskevat arviot

Arviot perustuvat teknisiin oletuksiin

kinaodotuksiin. Muutos oli puhtaasti tekninen, ja sillä pyrittiin parantamaan arvioiden laatua ja johdonmukaisuutta entisestään. Oletetun ja tosiasiallisen korkokehityksen erojen vuoksi arviot eivät kuitenkaan varsinaisesti ennakoivat todellista kehitystä etenkin pitkällä aikavälillä. Inflaatiokehitystä koskevia eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijoiden arvioita ei siis pidä missään olosuhteissa tulkita niin, että niissä kyseenalaistettaisiin EKP:n neuvoston sitoutuminen hintavakauden ylläpitämiseen keskipitkällä aikavälillä. Valtion, yritysten ja kotitalouksien tulisi lähteä palkka- ja hintapäätöksissään siitä oletuksesta, että keskipitkän ja pitkän aikavälin hintakehitys seuraillee todennäköisimmin EKP:n kvantitatiivista hintavakauden määritelmää ja inflaatio pidetään tavoitteen mukaisesti hieman alle 2 prosentin.

Mallit ja tekninen asiantuntemus

Asiantuntija-arvioiden laadinnassa käytetään monenlaisia välineitä. Käytettävissä on useita erilaisia euroalueen sekä yksittäisten euroalueen maiden makrotaloutta kuvaavia malleja. Malleihin liittyvän epävarmuuden takia on suositeltavaa, että yhden, kaiken kattavan mallin sijasta käytetään useita eri malleja, jotka ilmentävät erilaisia näkemyksiä talouden rakenteista ja jotka on arvioitu erilaisin menetelmin. Näiden mallien avulla saatuja arvioita muokataan EKP:n ja kansallisten keskuspankkien asiantuntijoiden teknisen osaamisen pohjalta. Koska talousnäkyviä koskeviin arvioihin liittyy väistämättä epävarmuutta, arviot esitetään vaihteluväleinä. Vaihteluvälien laskemisessa on käytetty useita eri menetelmiä. Joulukuusta 2009 alkaen vaihteluvälien leveys on johdettu aiempien asiantuntija-arvioiden eroista toteutuneeseen

On käytettävä erilaisia lähteitä ja tekniikoita

kehitykseen nähden. Huomattavat erot jätetään otoksen ulkopuolelle poikkeavina havaintoina.

Asiantuntijoiden arviot ovat hyödyllisiä, mutta niilläkin on rajoituksensa. Arvioon vaikuttaa huomattavasti se, minkälaisia menetelmiä ja tekniikoita arvioinnissa käytetään. Parhaallakin arviointimenetelmällä voidaan kuitenkin kuvata todellisuutta vain yksinkertaistetusti, eivätkä rahapolitiikan kannalta tärkeät asiat tule aina välttämättä esiin. Lisäksi taloudelliset arviot ovat ainoastaan tiivistetty kuvaus taloudesta, ja ne sisältävät vain osan merkityksellisistä tiedoista. Arvioihin ei ole helppoa sisällyttää monia tärkeitä tietoja, kuten raha-aggregaattien sisältämää informaatiota, ja tiedot voivat muuttua arvioiden valmistumisen jälkeen. Arvioihin liittyy myös väistämättä asiantuntijoiden näkemyksiä, ja joskus saattaa olla hyviä syitä olla eri mieltä jostakin tietystä näkemyksestä. Lisäksi arviot perustuvat aina oletuksiin – esimerkiksi öljyn hinnasta tai valuuttakursseista – joista voidaan olla eri mieltä tai jotka voivat muuttua nopeasti, jolloin arviot vanhenevat. Ennusteen luotettavuus myös yleensä heikkenee merkittävästi sitä mukaa kuin ennusteen kattama ajanjakso piteenee. Toisinaan keskuspankin kannattaa asettaa korot sellaisiksi, että niillä pystytään vastaamaan kehitykseen, joka muuten voisi vaikuttaa hintavakauteen tavanomaista ennustejaksoa huomattavasti pitemmällä aikavälillä. Näin kannattaa toimia erityisesti silloin, kun varallisuushintojen muutosten pysyvyydestä ei ole varmuutta.

Kun otetaan huomioon, että ennusteissa käytetyt mallit perustuvat yleensä oletuksiin, keskuspankin on syytä arvioida

Arvioilla on rajoituksensa

ja vertailla eri lähteistä saatujen tietojen luotettavuutta. Jotta EKP:n neuvosto voi tehdä kattavan arvion taloudellisesta tilanteesta ja hintavakaussäilymisestä, sillä on oltava käytössään useilla tekniikoilla ja erilaisiin malleihin perustuvien politiikkasimulointien avulla tuotettuja tietoja. Sen on myös käytettävä omaa harkintaansa erityisesti sen suhteen, miten todennäköistä erilaisten oletettujen skenaarioiden toteutuminen on. Arvioita käytettäessä on siksi aina analysoitava laaja-alaisesti ja selkeästi taloudessa vaikuttavia voimia.

Arviot ovat tärkeitä mutta eivät kata kaikkea

Asiantuntijoiden kokonaistaloudellisilla arvioilla on siis tärkeä mutta rajallinen tehtävä EKP:n rahapolitiikan strategiassa. EKP:n neuvosto tarkastelee niiden ohessa monia muita tietoja, joita saadaan rahatalouden analyysistä sekä rahoitusinstrumenttien hintojen, yksittäisten indikaattorien ja muiden laitosten laatimien ennusteiden analyysistä. EKP:n neuvosto ei vastaa asiantuntijoiden arvioiden sisällöstä. Sen käytössä on monia muitakin välineitä, joiden pohjalta se tekee omat arvionsa ja kertoo niistä.

Rahatalouden analyysi

Rahan määrä ankkurina

Rahatalouden analyysi on merkittävässä asemassa EKP:n rahapolitiikan strategiassa, sillä rahan määrän kasvun ja inflaation välillä on pitkällä aikavälillä tiivis suhde (kehikossa 3.6 on yhteenveto useista asiaa käsittelevistä tutkimuksista). Rahatalouden analyysistä saadaan viitteitä inflaatiokehityksestä inflaatioennusteiden perinteisiä tarkasteluajanjaksoja pitemmältä ajalta, mikä vahvistaa yhteisen rahapolitiikan keskipitkän aikavälin näkökulmaa. Rahatalouden analyysi auttaa varmistamaan, että keskuspankki pitää talouskehitykseen reagoidessaan huolen siitä, että rahan määrän kasvuvauhti on sopuissa hintavakauden kanssa

riittävän pitkällä aikavälillä. Kun keskuspankki joutuu päätöksenteossaan ja päätösten vaikutuksia arvioidessaan ottamaan huomioon paitsi taloutta ja rahoitusmarkkinoita koskevasta analyysistä saatavat lyhyen aikavälin tiedot myös rahan määrän ja likviditeettitilanteen, se pystyy näkemään hintatasoon kohdistuvien lyhytaikaisten sokkien tilapäisiä vaikutuksia pidemmälle. Näin ei synny kiusausta ryhtyä harjoittamaan liian aktiivista rahapolitiikkaa.

Rahatalouden analyysistä saadaan tietoa hintavakautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä uhkaavista riskeistä, eli rahan määrän lyhyen aikavälin kehityksen ja rahapoliittisten päätösten välillä ei ole suoranaista yhteyttä. Käytännön haasteena on määrittää rahan määrän trendikasvu, josta saadaan olennaista tietoa hintavakautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä uhkaavista riskeistä. Kehikossa 3.6 esitely tilastollinen suodatusmenetelmä, jonka avulla rahan määrän trendikehitys pyritään määrittämään, soveltuu rahan määrän ja hintakehityksen pitkän aikavälin yhteyden kuvaamiseen, mutta sen avulla ei voida luotettavasti johtaa reaaliaikaisia rahapoliittisia arvioita. Siten trendikehitystä kuvaavan käyrän havainnot tarkastelujakson lopulla eivät enää kuvasta vain havaintoja rahan määrän toteutuneesta kehityksestä vaan myös oletuksia tulevasta kehityksestä.

Rahan määrän kehityksen selvittäminen käytännössä

EKP:n rahatalouden analyysissä rahan määrän trendikasvu pyritään määrittämään käytännönläheisesti. Menetelmään kuuluu kattava likviditeettitilanteen analyysi, jossa ei tyydytä M3:n kokonaisagregaatin tarkasteluun vaan perehdytään M3:n kasvuun tutkimalla tarkasti taseita (M3:n vastaerät rahalaitossektorin konsolidoidussa taseessa, erityisesti lainat yksityiselle sektorille) ja M3:n kasvun koostumusta (erät ja sektorien osuudet).

Menetelmässä hyödynnetään asiantuntijoiden osaamista sekä muodollisia ja jäseneltyjä menetelmiä, joihin kuuluu useita malleja ja analyttisiä välineitä (kehikossa 3.7 esitellään eräitä säännöllisesti käytettyjä välineitä). Hyödyntämällä rahalaitossektorin institutionaalsiin erityispiirteisiin liittyvää asiantuntemusta pystytään tunnistamaan sellainen rahan määrän kehitys, joka johtuu tilapäisistä tekijöistä, kuten korko- ja

pääomatulojen verotuksen muutoksista tai rahaa hallussaan pitävien sektorien sijoituskäyttäytymisen muutoksista. Erityistekijöistä johtuvat rahan määrän muutokset eivät tuota olennaista tietoa hintavakausnäkymistä.

Menetelmällä on merkitystä myös sovellettaessa käytännössä EKP:n määrittelemää lavean raha-aggregaatin M3:n kasvun viitearvoa. Rahan määrän todell-

EKP:n viitearvo rahan määrän kasvuvauhdille

Kehikko 3.6 Rahan määrä ja hinnat pitkällä aikavälillä

Rahan määrän kasvun ja inflaation välinen yhteys pitkällä aikavälillä on eräs kestävimistä talousalan kirjallisuudessa esitetystä empiirisistä havainnoista. Tämä yhteys tuntuu olevan sisäänrakennettuna taloudessa, sillä sen on todettu vallitsevan ajankohdasta, maasta ja rahapoliittisesta järjestelmästä riippumatta.

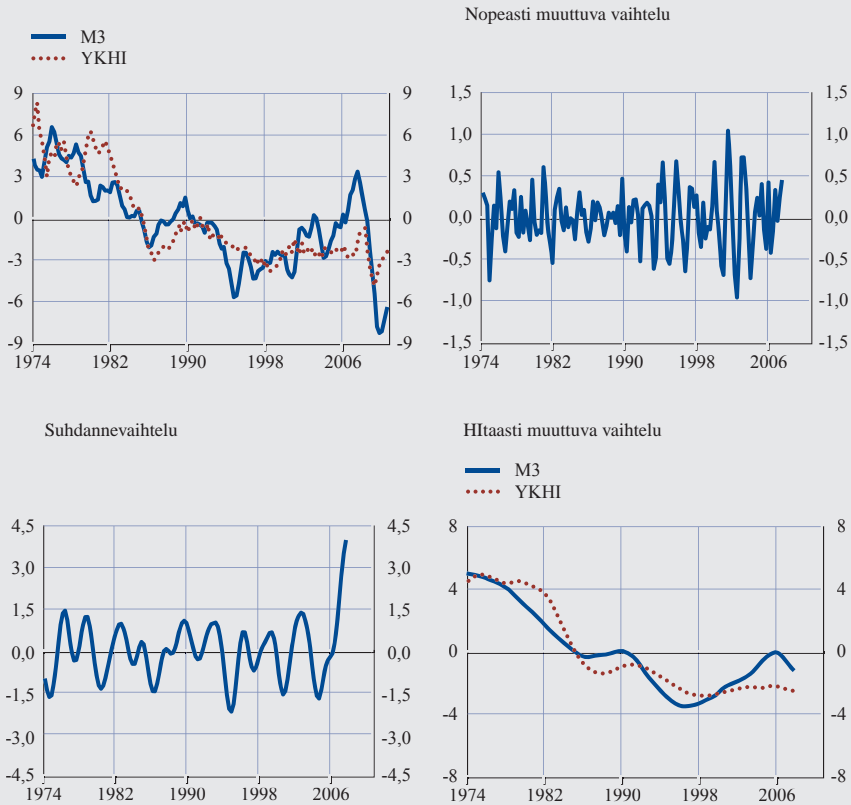
Rahan määrän kasvun ja inflaation välinen luja yhteys pitkällä aikavälillä on havaittu euroalueella useissa eri menetelmin toteutetuissa empiirisissä tutkimuksissa. Yhteyden valottamiseksi kannattaa käyttää tilastollisia suodatusmenetelmiä, joissa rahan määrän ja inflaation vaihtelut erotellaan niiden pysyvyyden perusteella. Menetelmillä erotetaan toisistaan erityisesti rahan määrän kestävä, trendinomainen muutos ("matalataajuinen komponentti") ja suhdannekiertoon liittyvä lyhytaikainen vaihtelu tai ailahtelevan ja tilapäisen kehityksen aiheuttama vaihtelu ("korkeataajuinen komponentti"). Kuviosta 3.2 käy ilmi rahan määrän ja hintatason pitkän aikavälin yhteys kahdella tavalla: M3:n matalataajuinen kehitys myötäilee matalataajuisia inflaatiokehitystä, ja rahan määrän trendikasvu ennakoii inflaation trendikehitystä.

Rahan määrän kasvun ja inflaation välinen luja pitkän aikavälin yhteys ei sulje pois läheistä yhteyttä myös lyhyellä aikavälillä. Empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että inflaatiotrendiä myötäilevä rahan määrän kehitys riippuu talouteen kohdistuvien sokkien luonteesta. Yleisimmin rahan määrän kehityksen lyhyen ajan vaihtelu johtuu tilapäisistä muutoksista rahan kysynnässä ja sellaisista muutoksista rahoitusjärjestelmässä, jotka eivät vaikuta hintakehitykseen, eli rahan määrän kasvun ja inflaation välinen yhteys hämärtyy lyhyellä aikavälillä. Siksi lyhyen ja keskipitkän aikavälin inflaatiokehityksen arviointi EKP:n rahapolitiikassa perustuu pääasiassa taloudelliseen analyysiin.

Se, että rahan määrän kasvun ja inflaation välisen yhteyden on havaittu olevan kestävin pitkän aikavälin trendikehityksessä, ei vähennä yhteyden merkitystä rahapolitiikan kannalta. Inflaation trendikehityksellä on keskeinen merkitys rahapoliittisessa päätöksenteossa, sillä se liittyy tiiviisti pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin. Trendinomaisen luonteensa vuoksi se vaikuttaa inflaatioon kestävästi, joten se on otettava huomioon hintavakauden säilyttämiseen tähtäävässä rahapolitiikassa. Lisäksi on tärkeää ottaa huomioon, että inflaatiovauhdin kulloiseenkin vaihteluun vaikuttavat kaikilla nopeuksilla tapahtuvat vaihtelut – myös trendikehitys. Siksi rahan määrän trendikehityksestä saatavat enteet inflaation trendikehityksen muutoksista ovat erityisen tärkeitä rahapolitiikan kannalta.

Kuvio 3.2 M3:n ja YKH:n frekvenssijakaumat

(vuotuinen prosenttimuutos, poikkeama keskiarvosta)



Lähteet: EKP, EKP:n laskelmat.

linen kehitys voi poiketa viitearvosta sekä tilapäisten että pitkäkestoisempien tekijöiden vuoksi. Vain pitkäkestoiset tekijät vaikuttavat yleensä hintatason trendikehitykseen. Siksi rahapolitiikalla ei reagoida mekaanisesti M3:n kasvuvauhdin poikkeamiin viitearvosta. Poikkeamien ilmetessä pyritään kaikin tavoin määrittämään niiden taustalla olevat tekijät sekä arvioimaan niiden luonne ja kesto. Tällöin tarkasteluun otetaan mukaan paitsi M3 myös suuri joukko muita tietoja, muun muassa M3:n erät ja vastaerät pankkien taseissa, korkoerojen kehitys ja EKP:n pankkien luotonantokyselyistä saadut tiedot.

Viitearvo osoittaa kuitenkin EKP:n sitoutuneen analysoimaan huolellisesti rahan määrän kehitystä. Se takaa, että rahapolitiikassa suuntaudutaan keskipitkälle ja pitkälle aikavälille.

Rahan määrän kasvun ja hintakehityksen välinen luja yhteys pitkällä aikavälillä mahdollistaa hintavakautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä uhkaavien riskien arvioimisen välittymismekanismista riippumatta. Viive, jolla rahan määrän kehityksen pitkäkestoiset poikkeamat historiallisista keskiarvoista voivat aiheuttaa hintavakautta uhkaavia riskejä, voi kuitenkin olla pit-

**Rahatalouden
analyysissä
arvioidaan
hintavakautteen
keskipitkällä ja
pitkällä aika-
välillä kohdis-
tuvia riskejä...**

...ja siitä saadaan tietoa välittymismekanismista

kä ja vaihteleva, ja on tärkeää ymmärtää, minkä kanavien välityksellä rahan määrän kehitys lopulta vaikuttaa hintakehitykseen. Vaikka rahan määrän kehitys on rahatalouden analyysin pää-tarkastelukohde, myös pitkäkestoiset poikkeamat trendikehityksestä ovat tärkeässä asemassa, sillä ne voivat vaikuttaa varallisuusmarkkinoiden kehitykseen. Rahan määrän ja luotonannon liiallisen kasvun kaltaiset rahatalouden tasapainottomuudet voivat ilmetä varallisuushintojen nousuna, ennen kuin ne alkavat vaikuttaa aktiivisesti kuluttajainten keskipitkän ja pitkän aikavälin kehitystrendiin (ks. osa 3.6).

EKP:n rahatalouden analyysissä pyritään hahmottamaan rahan määrän trendikasvua, koska sillä on vankka yhteys keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatiokehitykseen. Analysoimalla kattavasti rahan määrän ja luotonannon kehitystä saadaan lisäksi arvokasta tietoa välittymismekanismien toiminnasta. Näin rahatalouden analyysin avulla voidaan saada tarkempi kuva siitä, miten kotitalouksien, yritysten ja

pankkien sijoituskäyttäytyminen muuttuu tuottojakauman ja yleisemminkin varallisuushintojen muutosten yhteydessä. Lisäksi pankkien taseiden tarkka analysointi on ensiarvoisen tärkeää arvioitaessa pankkisektorin tilannetta ja ei-rahoitussektorin rahoituksensaantia. Tiedoista on erityisen paljon hyötyä, kun halutaan saada käsitys jonkin tietyn varallisuushintajakauman tai rahoitusmarkkinoiden kehityslinjan kestävyydestä.

Analysoimalla rahatalouden tasapainottomuuksia järjestelmällisesti osana rahapoliittista päätöksentekoprosessia keskuspankki pystyy arvioimaan, onko rahoitusmarkkinoiden kehitys terveellä ja kestäväällä pohjalla vai vaarantaako se mahdollisesti hintavakauden ja talouden vakauden laajemminkin pitemmällä aikavälillä. Jos kehitys muodostaa uhan vakaudelle, rahatalouden analyysi voi edistää politiikkaa, jolla hillitään rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksia ja siten ehkäistään hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä kohdistuvia riskejä.

Kehikko 3.7 Rahatalouden analyysin välineitä

EKP:n rahatalouden analyysia on paranneltu merkittävästi viime vuosina. On kehitetty uusia välineitä, joiden avulla rahan määrän ja hintojen trendikehityksen suhdetta on voitu hyödyntää monipuolisemmin ja vakaammalta analyttiselta pohjalta. Tässä kehitössä tarkastellaan neljää analyttistä välinettä, joita EKP käyttää kattavasti ja säännöllisesti rahatalouden analyysissa: rahan kysyntämalleja, rakenteellisia yleisen tasapainon malleja, joissa rahan määrällä ja luotonannolla on merkittävä rooli, rahan määrään perustuvia inflaatoriski-indikaattoreita sekä rahoitusvirta-analyysia.

Rahan kysyntämallien avulla rahan määrän kehityksestä johdetaan rahapolitiikan kannalta olennaisia arvioita. Niillä pyritään ensinnäkin kvantifioimaan eri makrotaloudellisten muuttujien vaikutusta havaittuun rahan määrän kasvuun. Analyysi auttaa ymmärtämään paremmin rahan määrän kasvun syitä, mikä on tarpeen rahan määrän trendikasvun arvioimiseksi. Toiseksi mallien avulla määritetään viitearvoja sellaiselle rahan määrälle tai määrän kasvulle, joka edistää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Toteutuneen rahan määrän kasvun poikkeamia viitearvoistaan on kuitenkin syytä tulkita varoen.

Poikkeamat eivät välttämättä johda inflaation nopeutumiseen vaan voivat tasoittua esim. rahaa hallussa pitävän sektorin vähentäessä velkaantuneisuuttaan, jolloin rahan määrän kasvu on pitkään hidasta.

Rahan kysyntää voidaan mallintaa myös rakenteellisilla yleisen tasapainon malleilla, joissa rahan määrällä ja luotonannolla on keskeinen asema. Nämä mallit antavat mahdollisuuden määrittää tarkemmin rahan määrän ja luotonannon kehitykseen vaikuttavia tekijöitä. Ne tuottavat myös johdonmukaisen kuvan siitä, millainen yhteys talouden toimijoiden käyttäytymisellä voi olla rahan määrän kasvuun ja hintakehitykseen esimerkiksi omaisuuserien hintakehitystä koskevien odotusten kautta.

Näkemyks rahan määrän trendikasvusta ja siitä, miten se vaikuttaa hintavakautta uhkaaviin riskeihin, syntyy arvioimalla ja yhdistelemällä eri mallien, välineiden, tilastojen ja analyysien tuottamia tietoja. Lisäksi kuitenkin laaditaan rahan määrään perustuvia empiirisiä inflaatoriski-indikaattoreita, joissa hyödynnetään sitä, että tasoitettujen rahan määrän kasvukäyrien avulla pystytään ennakoimaan keskimääräistä inflaatiovauhtia keskipitkällä aikavälillä. Niistä saadaan siis kokonaiskuva hintavakauteen rahataloustilastojen perusteella kohdistuvista riskeistä keskipitkällä aikavälillä.

Rahoitusvirta-analyysi perustuu euroalueen integroituun sektoritilinpitoon, ja sillä täydennetään rahalaitostilastoihin perustuvaa rahatalouden analyysia. Arvopaperisijoitus- ja rahoituspäätösten tarkasteluun otetaan mukaan tavallista enemmän erilaisia rahoitusinstrumentteja ja rahoituksenvälityskanavia. Analyysin avulla tuotetaan rahoitusmarkkinoita koskevia arvioita (jotka ovat osa säännöllisiä kokonaistaloudellisia arvioita), joiden avulla rahoitusmarkkinoilta saadut tiedot voidaan yhdistää reaali taloutta koskevaan perusskenaarioon. Kun rahoitusvirta-analyysia tarkastellaan yhdessä reaalisia muuttujia ja varallisuushintoja kuvaavien indikaattorien kanssa, saadaan lisätietoa rahapolitiikan välittymismekanismin toiminnasta.

Rahoitusalan innovoinnin ja rakennemuutoksen jatkuessa rahatalouden analyysissa käytettäviä välineitä on jatkuvasti tarkennettava, laajennettava ja parannettava, jotta niiden pohjalta voidaan tehdä luotettavia rahapolitiittisia arvioita. EKP kehittää koko ajan rahatalouden analyysissa käyttämäänsä välineistöä.

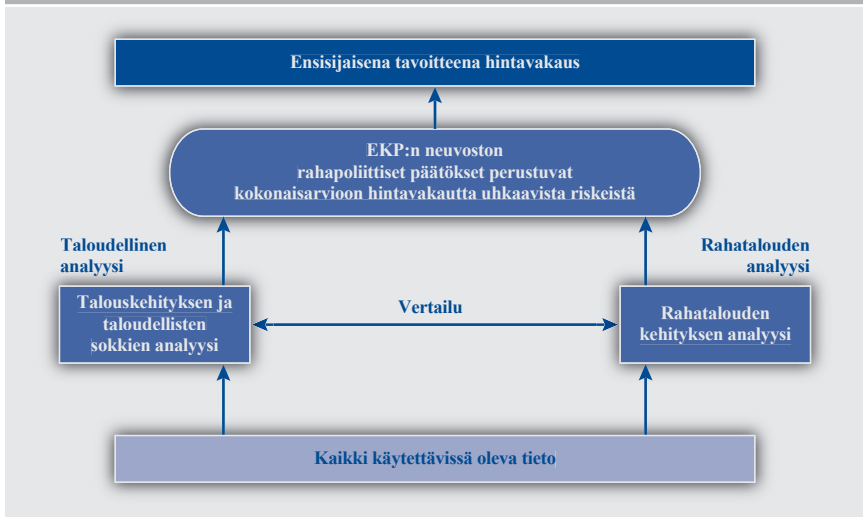
Kahdesta analyysistä saatujen tietojen vertailu

Kahden analyysin vertailu

Kun EKP:n neuvosto päättää rahapolitiikan mitoituksesta, se vertailee taloudellisesta analyysistä saatavia lyhyen aikavälin signaaleja ja rahatalouden analyysistä saatavia pidemmän aikavälin viitteitä. Näin varmistetaan, että rahapolitiikassa ei sivuuteta mitään tulevan hintakehityksen arvioinnin kannalta olennaisia tietoja. Kaikki kahden analyysin toisiaan täydentävät tiedot hyödynnetään, sil-

lä siten voidaan parhaiten varmistaa, että hintakehitysnäkymiä arvioitaessa käytetään johdonmukaisesti kaikkia olennaisia tietoja, mikä helpottaa sekä päätöksentekoa että päätösten perustelua (ks. kuvio 3.3). Kun ei jättäydytä yhden ainoan indikaattorin, ennusteen tai mallin varaan, virheellisten rahapolitiittisten päätösten riski on pienempi. EKP:n rahapolitiikan strategiassa pyritään luotettavaan rahapolitiikkaan epävarmassa ympäristössä. Siksi talouden tilaa tulkitaan monesta näkökulmasta.

Kuvio 3.3 Vakauteen tähtäävä EKP:n rahapolitiikan strategia



3.6 RAHAPOLITIikka, RAHOITUSVAKAUS JA VARALLISUUSHINNAT

Rahoitusvakaus ja hintavakaus

Joillakin keskuspankeilla on tärkeä asema rahoitusvakauden edistäjinä. Nykyään useimpien keskuspankkien pääasiallisena tehtävänä on ylläpitää hintavakautta, ja vastuu rahoitusvakaudesta on useimmiten väljempi tai se on annettu keskushallinnolle. Sellaiset keskuspankit, joiden tehtäviin kuuluu yksiselitteisesti rahoitusvakauden ylläpitäminen, saattavat joutua turvautumaan rahapolitiikan välineisiin tavoitteen saavuttamiseksi, mikä voi joskus olla ristiriidassa hintavakaustavoitteen kanssa. EKP:n rahapolitiikalla pyritään ensisijaisesti ylläpitämään hintavakautta; rahoitusvakauden edistäminen on vasta toissijainen tavoite (ks. luku 1).

politiikan välittymismekanismin kitkattoman toiminnan. Rahoitusvakaus ja hintavakaus siis tukevat toisiaan pitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä ne eivät kuitenkaan välttämättä esiinny aina samanaikaisesti. Rahoitusjärjestelmässä saattaa hintavakauden vallitessakin ilmetä tasapainottomuuksia, jotka alkavat hankaloittaa hintavakauden ylläpitämistä. Omaisuuserien hintakuplien yhteydessä keskuspankkien täytyy valita rahapolitiittiset toimet tavallistakin pitemmän aikavälin näkökulmasta. Kun rahapolitiikkaa harjoitetaan keskipitkällä aikavälillä, on helpompi havaita sokkien pitempiaikainen luonne ja valita sellaiset rahapolitiittiset toimet, jotka ehkäisevät varallisuushintojen tasapainottomuuksien syntymistä. Jos rahapolitiikkaa harjoitettaisiin ennalta määrättyllä kiinteällä aikavälillä, hintavakautta uhkaaviin riskeihin saatettaisiin reagoida liian lyhytjänteisesti, mikä voisi horjuttaa inflaatio-odotuksia.

Keskuspankki edistää rahoitusvakautta

Rahoitusvakaus ja hintavakaus

Hintavakaus on rahoitusvakauden edellytyksenä, ja rahoitusvakaus taas edistää hintavakautta varmistamalla raha-

Omaisuserien hintakuplat...

Varallisuushintakuplat ja keskuspankkien toimet

Aika ajoin varallisuushinnat tuntuvat nousevan suhteettoman korkeiksi omaisuserien todelliseen arvoon nähden. Tällöin omaisuserien markkinoilla voi esiintyä ns. hintakuplia, joilla tarkoitetaan hintojen jatkuvaa nopeaa nousua (ja sen jälkeistä rajua ja mahdollisesti häiriötä aiheuttavaa laskua). Hintakuplien syntyessä varallisuushintojen tietosisältö hämärtyy. Normaaliaikoina omaisuserien hinnoista saadaan erittäin tärkeää ennakkoivaa tietoa, sillä ne määräytyvät pitkälti tuottojen tulevaa kehitystä koskevien markkinaodotusten perusteella. Hintakuplan yhteydessä odotukset kohde-etuuden tuottopotentialista voivat kuitenkin olla yltiöpäisen optimistisia.

...voivat olla vaaraksi taloudelle...

Hintakuplan muodostuminen voi vääristää resurssien jakautumista taloudessa ja haitata makrotalouden vakautta pitkäänkin. Varallisuushintojen romahdus (kun odotukset ylenmääräisistä tuotoista korjaantuvat rajusti) vaikuttaa makrotalouden vakauteen ja voi siis merkitä taantumien alkua. Jos hintakuplan syntyessä luotonanto ja likviditeetin luominen on ylenmääräistä, varallisuushintojen romahdus voi johtaa deflaatiokehitykseen. Hintakuplan puhjettua taloudessa voi olla pitkäkestoinen sopeutuskausi, jonka aikana talouskasvu on keskimääräistä hitaampaa, kunnes se vakaantuu.

...ja niitä on hankalaa havaita reaaliajassa

Varallisuushintakuplat asettavat keskuspankin rahapolitiikan strategian koetukselle. Jotta spekulatiivisen hintakuplan pystyy havaitsemaan, täytyy olla hyvä käsitys siitä, mikä omaisuserien käypä arvo olisi. Siihen liittyy yleensä huomattavaa epävarmuutta, joten hintakuplia ja varsinkin niiden syntymistä voi olla hankalaa havaita reaaliajassa. Hintakuplan olemassaolo

voidaan usein todeta varmuudella vasta jälkikäteen.

Talushistoria kuitenkin osoittaa, että yhtäaikaiset toisiaan vahvistavat merkit ylilyönneistä voivat olla osoitus omaisuserien hintakuplan muodostumisesta. Esimerkiksi rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksien indikaattorit voivat olla avuksi arvioidessa varallisuushintojen nopean nousun kestävyyttä. Empiirisissä tutkimuksissa on löydetty joukko rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden muuttujia, joiden kehitys näyttää korreloivan varallisuushintojen nousun kanssa. Yhteys on ollut erityisen vahva tilanteissa, joissa hintakupla on johtanut häiriöihin rahoitusmarkkinoilla. Esimerkiksi luotonannon kokonaisvolyymien kasvun avulla on voitu ennakoida varsin luotettavasti varallisuushintojen häiriöitä.

Tutkimuskirjallisuudessa on käsitelty useita tapoja, joilla keskuspankki voi puuttua varallisuushintakupliin. Järein tapa olisi sisällyttää varallisuushinnat suoraan hintavakauden määrittämisessä käytettävään hintaindeksiin. Ei kuitenkaan olisi järkevää ryhtyä tavoittelemaan tietyn kuluttajahintainflaatiiovauhdin rinnalla tietynlaista varallisuushintojen kehitystä (laajentamalla hintaindeksiä tai muulla tavalla). Seurauksena olisi todennäköisesti se, että syntyvät kuplat puhkaistaisiin rahapolitiikan keinoin, mikä aiheuttaisi talouteen tarpeetonta epävakautta. Toisena vaihtoehtona on, että rahapolitiikan keinoin ei puututa itse hintakuplaan vaan sen jälkivaikutuksiin kuplan puhjettua. Useat keskuspankkiirit kannattivat tätä linjaa maailmanlaajuisen finanssikriisin alla.

Hintakuplien puhkaiseminen rahapolitiikan keinoin ei ole varteenotettava vaihtoehto vakauteen tähtäävässä rahapoliti-

Enteitä rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksista

Rahapolitiikan keinot puuttua varallisuushintakupliin

Hintakuplan puhkaiseminen voi käydä kalliiksi

kassa. Rahapolitiikkaa olisi kiristettävä voimakkaasti keinottelun ehkäisemiseksi hintakuplan ilmetessä. Kasvunäkymät heikkenisivät, mikä aiheuttaisi riskejä koko taloudelle. Lisäksi voimakas koronasto ei alkuvaiheessa välttämättä vaikuttaisi hintakuplaan, eli rahapolitiikalla ehkä ylireagoitaisiin. Finanssikriisin aikaiset kokemukset ovat saattaneet kyseenalaiseksi myös perinteisen näemyksen, jonka mukaan keskuspankin ei pitäisi pyrkiä ehkäisemään hintakuplia vaan antaa niiden puhjeta itsekseen ja sitten keventää rahapolitiikkaa voimakkaasti makrotaloudellisten haittavaikutusten korjaamiseksi. Jos tällaista politiikkaa harjoitetaan säännönmukaisesti, se saattaa vinouttaa rahapolitiikan linjaa ja tehdä hintakuplien syntymisestä todennäköisempää.

**Varallisuus-
hintojen
nopean nousun
hillitsemisellä...**

Vuosien saatossa on pyritty yhä enemmän hillitsemään rahoitusmarkkinoiden ylilyöntejä – seuraamatta kuitenkaan erityisesti mitään yksittäisiä varallisuushintoja tai indeksejä. Varallisuushintojen kehityksestä aiheutuvia hintavakautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä uhkaavia riskejä arvioidaan osana rahapolitiittisten päätösten tukena olevaa kattavaa yleisarviota. Varallisuushintojen nousun ollessa nopeaa keskuspankki harjoittaa siis jonkin verran kireämpää rahapolitiikkaa kuin normaalissa markkinatilanteessa samankaltaisten makrotalouden näkymien vallitessa. Näin keskuspankki pyrkii jo varhaisemmassa markkinasyklin vaiheessa toimimaan varovaisesti ja välttää ruokkimasta hintakuplaa kasvua tukevalla rahapolitiikalla.

...on etunsa

Toimintatavan etuna on sen symmetrisyys. Hintakuplan syntyä pyritään ehkäisemään korkojen avulla jo ennalta – toisin kuin korjaavassa toiminnassa, jossa taloutta tuetaan rahapolitiikalla varallisuushintojen jo laskettua rajusti. Rahapolitiikalla ei reagoida auto-

maattisesti, kuten tavoiteltaessa tiettyä varallisuushintojen tasoa, vaan otetaan huomioon hintakuplan syyt ja talouden tilanne.

EKP:n rahapolitiikan strategian kaksi analyysia tarjoavat asianmukaiset välineet sellaisten olosuhteiden tunnistamiseen, joissa pitkään kestävä varallisuushintojen nousutrendi voi haitata makrotalouden vakautta. EKP ei ole määrittänyt varallisuushintojen kehitykselle tavoitetta, mutta se seuraa tarkasti sellaisia ilmiöitä (esim. rahan määrän ja luotonannon liiallinen kasvu), jotka pitkäkestoisen markkina-kehityksen yhteydessä voivat valottaa tilannetta ja antaa tietoa siitä, tulisiko tilanteeseen reagoida rahapolitiikan keinoin. Rahatalouden analyysin avulla voidaan arvioida varallisuushintojen kehitystä ja siitä hintavakaudelle aiheutuvia pidemmän aikavälin riskejä. EKP:n rahapolitiikan strategiassa on siis liiallista kehitystä hillitseviä elementtejä. Lisäksi taloudellisesta analyysista ja rahatalouden analyysista saatujen tietojen säännöllinen vertailu mahdollistaa kuluttajahintojen todennäköisen kehityksen ennakkoinnin pitemmällä aikavälillä. Rahatalouden analyysissa tarkastellaan tilannetta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ja seurataan säännönmukaisesti rahan määrän ja luotonannon kehitystä, joten strategiassa on otettu huomioon tämän kehityksen mahdollinen vaikutus kuluttajahintainflaatioon keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

3.7 AVOIMUUS JA VIESTINTÄ

Keskuspankin riippumattomuus, tilivelvollisuus ja avoimuus

On perusteltua, että hintavakauden ylläpitämisestä vastaa riippumaton keskuspankki, johon mahdolliset poliittiset paineet eivät vaikuta (ks. luku 1).

**Varallisuushintojen
kehitys otetaan
huomioon EKP:n
rahapolitiikan
strategiassa**

**Riippumattomuus ja
avoimuus**

Demokraattisessa yhteiskunnassa keskuspankin on riippumattomuutensa vastineeksi oltava toiminnastaan tilivelvollinen suurelle yleisölle ja sen vaaleilla valituille edustajille. Tilivelvollisuus voidaan määritellä riippumattoman keskuspankin lailliseksi ja poliittiseksi velvollisuudeksi selittää ja perustella päätöksensä selkeästi kansalaisille ja heidän vaaleilla valitsemilleen edustajille. Näin keskuspankki on vastuussa tavoitteensa saavuttamisesta. Tilivelvollisuus on demokratiassa toimintavaltuuksien perusedellytys. Rahapoliittisen päätäntävällän luovuttaminen riippumattomalle keskuspankille on demokraattisesti oikeutettua, jos keskuspankin tehtävä on selkeästi määritelty. Kun tehtävänä on ennen kaikkea hintavakauden ylläpitäminen, suuren yleisön on helpompi valvoa sen täyttymistä. Tilivelvollisuudesta seuraa siis, että keskuspankin on pyrittävä suoriutumaan tehtävistään mahdollisimman hyvin.

EKP on tilivelvollinen EU:n kansalaisille

Keskuspankin institutionaalisista lähtökohdista ja tehtävästä riippuu, millä tavoin keskuspankki voi parhaiten varmistaa tilivelvollisuuden toteutumisen. EKP on luotu perussopimusten nojalla, ja se toimii niissä annettujen valtuuksien rajoissa. Sillä on lakisääteinen tehtävä ylläpitää hintavakautta ja hoitaa muita koko euroalueen keskuspankkitoimintoja. EKP on siis ensisijaisesti tilivelvollinen EU:n kansalaisille. Muodollisemmin EKP tekee toiminnastaan tiliä Euroopan parlamentille – ainoalle EU:n toimielimelle, jonka jäsenet EU:n kansalaiset valitsevat suoraan vaaleilla.

EKP:n suhteet Euroopan parlamenttiin

EKP:n suhteet Euroopan parlamenttiin ovat sopusoinnussa EKP:n riippumattomuuden kanssa. Euroopan unionin toiminnasta tehdyssä sopimuksessa asetetaan EKP:lle raportointivaatimuk-

sia (EKP:n pääjohtaja esimerkiksi esittelee vuosikertomuksen Euroopan parlamentille ja EU:n neuvostolle) ja määrätään, että pääjohtajaa (ja tarvittaessa muita johtokunnan jäseniä) voidaan kuulla Euroopan parlamentissa. Näin varmistetaan EKP:n tilivelvollisuuden täytyminen (ks. luku 1).

Tilivelvollisuuteen liittyy tiiviisti keskuspankin avoimuus. Avoimuudella tarkoitetaan, että keskuspankki tiedottaa suurelle yleisölle ja markkinoille tyhjentävästi, selkeästi ja ajantasaisesti strategiastaan, arvioistaan sekä rahapoliittisista päätöksistään ja menettelytavoistaan. Nykyisin EKP ja useimmat muut keskuspankit pitävät avoimuutta keskeisenä rahapolitiikan osatekijänä ja korostavat, että tehokas viestintä ja aito kanssakäyminen yleisön kanssa ovat erittäin tärkeitä. Edistämällä avoimuutta pyritään viime kädessä lisäämään rahapolitiikan ymmärrettävyyttä ja siten parantamaan rahapolitiikan uskottavuutta ja tehokkuutta.

Avoimuus

Avoimuus edellyttää ennen kaikkea, että keskuspankki ilmoittaa selvästi, miten se tulkitsee tehtävänsä. Lisäksi keskuspankin tulee kertoa avoimesti rahapolitiikkansa tavoitteista. Näin yleisön on helppo seurata ja arvioida keskuspankin suoriutumista. Lisäksi keskuspankin on selostettava sisäisessä päätöksenteossa käyttämiään analyyseja ja talouden tilaa koskevia arvioitaan sekä selitettävä tiuhaan rahapoliittisten päätösten perustana olevia taloudellisia syitä. Avoimuutta siis voidaan edistää luomalla säännönmukaiset järjestelyt rahapolitiikan sisäistä päätöksentekoa sekä ulkoista viestintää varten. Erityisen tärkeässä asemassa on julkisesti ilmoitettu rahapolitiikan strategia. Keskuspankin avoimuudella pyritään ennen kaikkea edistämään rahapolitiikan toimivuutta ja sen tavoitteiden

Avoimuuden edellytykset

saavuttamista. Avoimuus lisää rahapolitiikan tehokkuutta monestakin syystä.

Avoimuus edistää uskottavuutta,...

Keskuspankki pystyy lisäämään uskottavuuttaan kertomalla selkeästi tehtävästään ja sen täyttämisestä. Kun keskuspankin katsotaan pystyvän ja pyrkivän täyttämään tehtävänsä, inflaatio-odotuksilla on hyvä kiinnekohta. Keskuspankin on erityisesti syytä tiedottaa usein taloustilannetta koskevista arvioistaan. Lisäksi on hyvä kertoa avoimesti ja realistisesti, mitä rahapolitiikalla voidaan saada aikaan ja mihin sillä ei voida vaikuttaa (ks. luku 3.1).

...edellyttää päättäjiltä itsekuria...

Vahva sitoutuminen avoimuuteen edellyttää päätöksentekijöiltä itsekuria, jotta rahapolitiittiset päätökset ja niiden perustelut pysyvät johdonmukaisina. Kun yleisö pystyy arvioimaan rahapolitiittisia toimia, päättäjillä on paremmat kannustimet täyttää tehtävänsä asianmukaisesti.

...ja ohjaa markkinoita

Julkistamalla rahapolitiikan strategiansa ja tiedottamalla säännöllisesti talouskehitystä koskevista arvioistaan keskuspankki pyrkii ohjaamaan markkinoiden odotuksia niin, että ne voidaan muodostaa yhä tehokkaammin ja täsmällisemmin. Näin markkinoilla ymmärretään paremmin säännönmukaisuudet rahapolitiikan reaktioissa talouskehitykseen ja talouden häiriöihin, mikä auttaa ennakoimaan rahapolitiikan yleistä linjaa keskipitkällä aikavälillä ja lisää siten rahapolitiittisten toimien ennustettavuutta. Ennustettavuus on tärkeää rahapolitiikan harjoittamisessa. Keskuspankit pystyvät ohjaamaan suoraan vain hyvin lyhyitä korkoja, joten lyhyiden korkojen pitkän aikavälin kehitystä koskevilla odotuksilla ja epävarmuuteen liittyvillä preemioilla on tärkeä merkitys rahapolitiikan välittämisessä talouteen. Jos markkinoiden toimijat pystyvät

kutakuinkin ennakoimaan rahapolitiittisia toimia, rahapolitiikan (odotetut) muutokset välittyvät rahoitusmarkkinoiden muuttujiin nopeasti. Tämä puolestaan voi nopeuttaa rahapolitiikan välittymistä sijoitus- ja kulutus päätöksiin ja kiihdyttää tarpeellisia talouden sopeutustoimia ja siten mahdollisesti parantaa rahapolitiikan tehoa.

Viestintä EKP:n rahapolitiikan strategiassa

Rahapolitiikan ymmärrettävyyttä voidaan parantaa selittämällä suurelle yleisölle, miten rahapolitiikan päätöksenteko etenee. On kuitenkin hankalaa kuvata prosessin kaikkia yksityiskohtia ja eri näkökulmia täysin kattavasti ja samalla ymmärrettävästi.

Selitettäessä rahapolitiikkaa suurelle yleisölle on tehtävä monia valintoja. Avoimuus edellyttää paitsi tietojen julkaisemista myös niiden jäsentämistä ymmärrettävään muotoon. Avoimuuden ansiosta inflaatio-odotukset on pystytty ankkuroimaan hyvin. EKP:n rahapolitiikka on ennustettavaa ja tehokasta, sillä EKP on julkistanut rahapolitiikan strategiansa ja tiedottaa avoimesti säännöllisistä hintavakautta uhkaavia riskejä koskevista arvioistaan. Rahapolitiikkaa ymmärretään rahoitusmarkkinoilla nykyisin paremmin, ja rahapolitiittisia päätöksiä on helppompaa ennakoita.

Vaikka EKP:n ulkoisessa viestinnässä tavoitellaan selkeyttä, siinä myös pyritään tuomaan totuudenmukaisesti esiin, että rahapolitiittisia päätöksiä tehdään monimutkaisessa, epävarmassa ja alati muuttuvassa toimintaympäristössä. EKP:n rahapolitiikan strategiaa ei ole helppo selostaa yksinkertaisesti (verrattuna esim. rahan määrän kasvutavoitteeseen tai inflaatiotavoitteeseen, ks. kehikko 3.3). EKP selostaa

Kun rahapolitiikkaa selitetään suurelle yleisölle...

...monimutkaisia tietoja on jäsennettävä ymmärrettävästi...

...ja ne on esitettävä johdonmukaisesti

Kehikko 3.8 EKP:n tärkeimmät tiedotuskanavat

Tärkeimpiä EKP:n tiedotuskanavia ovat pääjohtajan ja varapääjohtajan kuukausittaiset lehdistötilaisuudet sekä Kuukausikatsaus. Pääjohtaja esittää lehdistötilaisuuden alustuspuheenvuorossa yhteenvedon EKP:n neuvoston tekemästä arviosta, joka koskee rahapolitiikan kannalta merkittävää talouskehitystä. Puheenvuoron rakenne seurailee EKP:n rahapolitiikan strategiaa, ja EKP:n neuvosto päättää sanamuodosta yhdessä. Kuukausittaisessa lehdistötilaisuudessa rahapoliittiset päätökset voidaan selittää suurelle yleisölle välittömästi ja tasapuolisesti, ja toimittajilla euroalueelta ja sen ulkopuolelta on mahdollisuus esittää kysymyksiä. Alustuspuheenvuoro sekä kysymykset ja vastaukset julkaistaan muutaman tunnin kuluessa EKP:n verkkosivuilla. Lehdistötilaisuus tarjoaa mahdollisuuden esitellä ja selittää EKP:n neuvoston käymää keskustelua ja rahapolitiikan päätöksentekoprosessia.

Kuukausikatsauksessa annetaan suurelle yleisölle ja rahoitusmarkkinoille yksityiskohtainen ja perusteellinen analyysi taloustilanteesta. Se julkaistaan tavallisesti viikkoa EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen, ja se sisältää tiedot, joiden perusteella rahapoliittiset päätökset tehtiin. Lisäksi Kuukausikatsaus sisältää artikkeleita, joissa esimerkiksi kuvataan pitkän aikavälin kehitystrendejä, käsitellään yleisempiä aiheita tai tarkastellaan eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian analyysseissa käytettäviä välineitä.

EKP:n pääjohtajaa kuullaan neljästi vuodessa Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnassa. Kuulemisissa pääjohtaja selittää EKP:n rahapoliittisia päätöksiä ja vastaa valiokunnan jäsenten kysymyksiin. Valiokunnan kokoukset ovat avoimia yleisölle, ja pääjohtajan puheenvuorot julkaistaan kuulemisten jälkeen sekä Euroopan parlamentin että EKP:n verkkosivuilla. EKP:n pääjohtajan lisäksi myös muita EKP:n johtokunnan jäseniä voidaan kuulla talous- ja raha-asioiden valiokunnassa.

EKP:n neuvoston jäsenet esiintyvät usein julkisuudessa. Pääjohtajan sekä muiden johtokunnan ja EKP:n neuvoston jäsenten puheet ovat tärkeitä välitettäessä EKP:n näkemyksiä suurelle yleisölle. Lisäksi EKP:n neuvoston jäsenet antavat haastatteluja kansainvälisten ja paikallisten kohderyhmien tavoittamiseksi. EKP ottaa vastaan paljon vierailijoita suuren yleisön edustajista eri laitosten asiantuntijoihin. Se on sitoutunut käymään avointa vuoropuhelua akateemisen maailman kanssa. EKP:n asiantuntijoiden teknisiä tutkimustuloksia ja rahapolitiikkaan liittyviä selvityksiä julkaistaan kahdessa julkaisusarjassa (Working Paper Series ja Occasional Paper Series).

Jotta rahapolitiikan harjoittaminen olisi avointa, keskuspankin keräämät tilastotiedot (ks. kehikko 3.4) julkistetaan, kun niiden luotettavuus on varmistettu. Kun tiedot euroalueen talouskehityksestä ovat ajantasaisesti suuren yleisön käytettävissä, viestiminen EKP:n neuvoston rahapoliittisista päätöksistä on yksinkertaisempaa.

Eurojärjestelmän viestintä suuntautuu monikulttuuriselle ja -kieliselle yleisölle, joten kansallisten keskuspankkien rooli viestintästrategiassa korostuu. Ne ovat lähellä kansallista/alueellista kuulijakuntaa, ja ne pystyvät laatimaan rahapoliittisten tekstien käännökset niin, että viesti ymmärretään oikein.

strategiaansa tavalla, jossa näkyy EKP:n rahapoliittisen päätöksenteon monimuotoisuus. Toimiva viestintä edellyttää myös, että keskuspankki suuntaa viestinsä erilaisille yleisöille ja käyttää monenlaisia viestintäkanavia, joten EKP pyrkii tukemaan avoimuutta ja tilivelvollisuutta ja ylittämään Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen mukaiset raportointivaatimukset (ks. kehikko 3.8).

3.8 EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIASTA TUKEA FINANSSIKRIISISSÄ

EKP:n toimet finanssikriisissä

Strategia on hyvä, kun se toimii paitsi normaalioloissa myös silloin, kun politiikan päätöksentekijät joutuvat epävarmaan tilanteeseen. EKP:n rahapolitiikan strategia osoittautui toimivaksi ja ohjasi rahapoliittisia päätöksiä myös finanssikriisissä. Kokemukset kriisin aikana ovat osoittaneet kahteen analyysiin perustuvan strategian kestävyuden ja tehokkuuden. Sen ansiosta EKP:n neuvosto pystyi ottamaan käyttöön monenlaisia toimia ja pitämään koko ajan kiintopisteenä keskipitkän aikavälin hintavakauden. Strategian elementit ovat ohjanneet EKP:n rahapolitiikan määrittelyä ja selittämistä euron käyttöönotosta lähtien (ks. luku 5).

Epätavanomaiset toimet

Eurojärjestelmä on ryhtynyt finanssikriisin johdosta toimiin, jotka ovat niin luonteeltaan kuin mittakaavaltaanakin ennennäkemättömiä. Poikkeukselliset olosuhteet edellyttävät poikkeuksellisia toimia, sillä epävarmuus on tavallista suurempaa ja rahoitusmarkkinoilla ilmenee epävakautta. Sen lisäksi, että korkotaso laskettiin tavanomaisilla toimilla historiallisen matalaksi, EKP:n neuvosto päätti ottaa epätavanomaisina toimina käyttöön tehostetun luotonannon tukemisen ja velkapaperiohjelman (ks. kehikko 5.1).

EKP:llä on strategia eli ohjaavat periaatteet finanssikriisin aikana käyttöön otettujen epätavanomaisten toimien purkamiseksi. Rahapolitiikan pysyessä pitkään kasvua tukevana on olemassa vaara, että inflaatiopaineet alkavat kasvaa. Lisäksi rahoitusmarkkinoilla voi ilmetä tasapainottomuuksia. Huomattavan matalan korkotason ja likviditeetin runsauden vuoksi oli ehdottoman tärkeää, että keskuspankki sitoutui uskottavasti purkamaan tavanomaiset ja epätavanomaiset toimet tilanteen palautuessa normaalksi. EKP korosti alusta alkaen, että epätavanomaiset toimet oli laadittu helposti purettaviksi. Välttääkseen ennenaikaisia odotuksia toimien purkamisesta EKP korosti myös, että strategian laatiminen toimien purkamiseksi ei tarkoittanut, että niitä ruvettaisiin purkamaan välittömästi. EKP perusteli yksityiskohtaisesti epätavanomaisten toimien käyttöönottoa ja purkamista koskevia suunnitelmiaan.

EKP:n viestintä finanssikriisin aikana

Kuten osassa 3.7 todettiin, viestintä on tärkeä osa EKP:n rahapolitiikan strategiaa. Viestinnällä voidaan ohjata yksityisen sektorin odotuksia, mikä parantaa rahapolitiikan tehoa ja uskottavuutta. Uskottavuus on erityisen tärkeää poikkeuksellisen epävarmuuden vallitessa. Koko finanssikriisin ajan ja sen jälkimainingeissa EKP:n viestinnässä on pyritty selittämään käyttöön otettuja ja poikkeuksellisia toimia ja palauttamaan yksityisen sektorin luottamusta talouteen ja markkinoiden toimintaan. EKP:n tiedotus on ollut asiallista ja nopeaa, ja siinä on tähdätty mahdollisimman suureen avoimuuteen poikkeuksellisissa olosuhteissa. Häiriöiden alettua rahoitusmarkkinoilla elokuussa 2007 EKP:n viestinnän avulla on pidetty euroalueen pitkän aikavälin

EKP:n epätavanomaisten toimien purkaminen

Viestintä ylläpitää luottamusta

**Epätavanomais-
ten toimien
purkaminen**

inflaatio-odotuksia EKP:n hintavakaustavoitteen mukaisina (ks. kuvio 3.4).

EKP on ilmoittanut epätavanomaisien toimien purkamisen perustuvan nelitahoiseen strategiaan.

EKP:n ensisijainen hintavakaustavoite on kiinteä osa sen rahapolitiikan strategiaa. Epätavanomaisia toimia voidaan siis periaatteessa jatkaa niin kauan kuin markkinoilla on huomattavan poikkeuksellisia jännitteitä, jotka vääristävät luotonantoa ja häiritsevät rahapolitiikan välittymismekanismien toimintaa. Jos kuitenkin toimien jatkamisesta aiheutuisi hintavakautta uhkaavia riskejä, ne purettaisiin nopeasti.

Toimet laadittiin jo alun perin helposti purettaviksi. Kaikki epätavanomaiset toimet ovat luonteeltaan tilapäisiä, ja ne on suunniteltu purkautumaan itses-

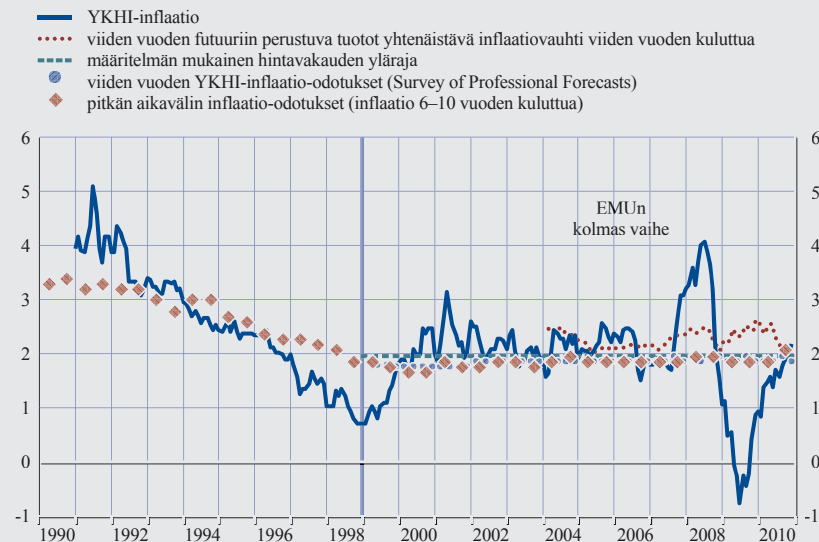
tään. Useimmissa tapauksissa toimien vaikutus väistyy automaattisesti, ellei niitä jatketa tietoisesti.

EKP:n on aina kyettävä toimimaan, eli sillä on oltava pysyvästi tekniset ja institutionaaliset mahdollisuudet tehdä asianmukaisia päätöksiä ja toteuttaa niitä tilanteen vaatiessa. Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmä on laadittu varmistamaan toimintakyky, ja EKP:n institutionaalinen riippumattomuus on kirjattu perussopimuksiin.

On tärkeää, että eurojärjestelmän uskotaan ryhtyvän toimiin tilanteen niin vaatiessa. EKP:n uskottavuus perustuu sen johdonmukaiseen toimintaan talous- ja rahaliiton ensimmäisen vuosikymmenen aikana. Sen uskottava sitoutuminen hintavakauden ylläpitämiseen on auttanut inflaatio-odotusten vakauttamisessa euroalueella koko kriisin ajan.

Kuvio 3.4 Inflaatio-odotukset euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: EKP, Eurostat, Reuters ja Consensus Economics.

4 RAHAPOLITIIKAN TOTEUTTAMINEN

Tässä luvussa käsitellään rahapoliittisten päätösten toteuttamista eurojärjestelmässä sekä käytössä olevia rahapolitiikan välineitä. Ensimmäisessä osassa kerrotaan eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmän tavoitteista ja periaatteista. Toisessa osassa annetaan yleiskuva keskeisistä rahapolitiikan välineistä eli avomarkkinaoperaatioista, vähimmäisvarantojärjestelmästä ja maksuvalmiusjärjestelmästä. Seuraavissa osissa rahapolitiikan välineitä tarkastellaan erikseen ja esitetään keskuspankkitasen avulla niiden yhteys pankkien likviditeettiin. Viimeisessä osassa arvioidaan lyhyesti rahapolitiikan ohjausjärjestelmän tehoa yhteisen rahapolitiikan ensimmäisten 12 vuoden aikana.

4.1 RAHAPOLITIIKAN OHJAUSJÄRJESTELMÄN TAVOITTEET JA YLEISET SUUNNITTELUPERIAATTEET

Rahamarkkinat ja rahapolitiikan välittyminen

Lyhyillä rahamarkkinakoroilla on tärkeä tehtävä rahapolitiikan välittymisessä (ks. myös luku 3). Rahamarkkinakorkoja ohjaamalla voidaan vaikuttaa merkittävästi nimellisiin lyhyisiin markkinakorkoihin ja siten monien kanavien kautta yritysten ja kotitalouksien kulutus- ja investointipäätöksiin, talouden ja rahatalouden kehitykseen ja viime kädessä hintatasoon.

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmä...

Eurojärjestelmällä on käytössään useita rahapolitiikan välineitä ja menettelyjä, joiden avulla se pyrkii ylläpitämään hintavakautta euroalueella kokonaisuutena ensisijaisen tavoitteensa mukaisesti. Nämä välineet ja menettelyt muodostavat rahapolitiikan ohjausjärjestelmän, jonka avulla rahapoliittiset päätökset pannaan täytäntöön.

...ja rahapolitiikan strategia

Sekä rahapolitiikan ohjausjärjestelmä että rahapolitiikan strategia ovat omalla tavallaan tärkeitä rahapolitiikan toteuttamisessa. Strategian avulla määritellään sopiva korkotaso hintavakauden ylläpitämiseksi keskipitkällä aikavälillä. Ohjausjärjestelmän avulla pyritään saavuttamaan tämä korkotaso rahapolitiikan välineitä ja menettelyjä käyttäen.

Keskuspankki ohjaa lyhyitä rahamarkkinakorkoja viestimällä korkopäätöksillään rahapolitiikan kulloisestakin mitoituksesta ja hallitsemalla likviditeettitilannetta rahamarkkinoilla. Keskuspankilla on monopoliasema rahaperustan luojana: sillä on yksinoikeus laskea liikkeeseen seteleitä, ja se pitää pankkien varantotalletuksia. Euroalueen rahaperusta koostuu liikkeessä olevasta rahasta (seteleistä ja kolikoista), vastapuolten eurojärjestelmään tallettamista varannoista sekä eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmän talletuksista. Eurojärjestelmän taseessa nämä erät kirjataan vastattavaa-puolelle. Varannot voidaan jakaa edelleen vähimmäisvarantoihin ja varantovelvoitteen ylittäviin talletuksiin. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä vastapuolten on talletettava vähimmäisvarantonsa kansalliseen keskuspankkiin (ks. osa 4.3). Luottolaitoksilla on tavallisesti vain vähän varantovelvoitteen ylittäviä vapaaehtoisia talletuksia eurojärjestelmän keskuspankeissa. Tilanne on kuitenkin toinen, jos rahoitusmarkkinoilla on huomattavia jännitteitä. Monopoliasemansa vuoksi keskuspankki pystyy hallitsemaan likviditeettitilannetta rahamarkkinoilla ja vaikuttamaan rahamarkkinakorkoihin. Periaatteessa eurojärjestelmä jakaa likviditeettiä niin,

Tärkeitä ohjausjärjestelmän elementtejä ovat lyhyiden korkojen ohjaaminen, likviditeetin hallinta, ...

että euroalueen luottolaitokset pystyvät täyttämään likviditeettitarpeensa hinnalla, joka vastaa EKP:n ohjauskoroilla viestittyä rahapolitiikan mitoitusta.

dätään hintavakauteen, kun taas likviditeettioperaatioiden tarkoituksena on pitää markkinakorot lähellä rahapolitiikan mitoituksen mukaista korkotasoa.

...viestiminen rahapolitiikan mitoituksesta...

Keskuspankki ohjaa korkotasoa hallitsemalla likviditeettiä sekä viestimällä rahamarkkinoille rahapolitiikan mitoituksesta. Muutoksista rahapolitiikan mitoituksessa viestitään muuttamalla ehtoja, joilla keskuspankki on valmis teemmään kauppvoja luottolaitosten kanssa, eli ensi sijassa muuttamalla ohjauskorkoja.

Rahapoliittisten päätösten tehokkaan välittymisen varmistamiseksi ohjausjärjestelmän on noudatettava markkinaehtoisen talouden periaatteita, jolloin resurssien tehokas jakautuminen varmistetaan kilpailun avulla. Periaate on kirjattu Euroopan unionin toiminnasta tehtyyn sopimukseen. Sen artiklassa 127 määrätään, että pyrkiessään tavoitteisiinsa eurojärjestelmä "...toimii sellaiseen vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti, joka suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista, ...". Pankkien välisten markkinoiden asianmukainen toiminta on äärimmäisen tärkeää, jotta rahapolitiikan vaikutus välittyy lyhimmistä rahamarkkinakoroista reaalityouteen ja hintoihin.

...ja tietty markkinaehtoisuus

...ja rahamarkkinoiden sujuvan toiminnan varmistaminen

Rahapoliittisten operaatioiden avulla keskuspankki pyrkii myös varmistamaan rahamarkkinoiden sujuvan toiminnan ja auttamaan luottolaitoksia täyttämään likviditeettitarpeensa kattomasti. Se tarjoaa luottolaitoksille säännöllisesti jälleenrahoitusta, minkä lisäksi sillä on maksuvalmiusjärjestelmä, jonka avulla luottolaitokset voivat huolehtia päivän lopun saldoista ja lieventää likviditeetin tilapäisten vaihtelujen vaikutuksia.

Tärkeitä periaatteita ovat myös rahoituslaitosten yhdenvertainen kohtelu sekä sääntöjen ja menettelytapojen yhdenmukaistaminen kaikkialla euroalueella. Rahapolitiikka on koko euroalueen yhteistä, joten kaikkia euroalueen luottolaitoksia on kohdeltava samalla tavoin niiden koosta ja sijainnista riippumatta. Sääntöjen ja menettelytapojen yhdenmukaistamisella pyritään varmistamaan luottolaitosten yhdenvertainen kohtelu. Kaikilla eurojärjestelmän luottolaitoksilla on mahdollisuus transaktioihin eurojärjestelmän kanssa samoin edellytyksin.

Tärkeitä periaatteita ovat myös rahalaitosten yhdenmukainen kohtelu ja sääntöjen yhdenmukaistaminen, ...

Ohjausjärjestelmässä tärkeintä on toiminnan tehokkuus, ...

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmän pohjana on useita toisiaan täydentäviä ja tukevia peruseriaatteita. Toiminnan tehokkuuden periaate on niistä tärkein. Ohjausjärjestelmän täytyy pystyä mahdollistamaan rahapoliittisten päätösten välittyminen mahdollisimman tarkasti ja nopeasti lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin. Rahapolitiikan välittymismekanismin avulla vaikutus etenee rahamarkkinakoroista hintatasoon. Toiminnan tehokkuuden periaatteella siis varmistetaan asianmukainen viestintä rahapolitiikan mitoituksesta ja rahapolitiikan välittymismekanismin toiminta.

Ohjausjärjestelmän on lisäksi oltava selkeyden, avoimuuden, jatkuvuuden, turvallisuuden ja kustannustehokkuuden periaatteiden mukainen. Selkeydellä ja avoimuudella varmistetaan, että rahoitusmarkkinoiden osapuolet ymmärtävät, mihin rahapoliittisilla

...selkeys, avoimuus, jatkuvuus, turvallisuus ja kustannustehokkuus...

...rahapolitiikan määrittelyn ja toteuttamisen pitäminen erillään...

Jotta viestintä olisi tehokasta, rahapolitiikan mitoitusta koskeva päätöksen teko on erotettava likviditeetin hallinnasta. Rahapoliittisilla päätöksillä täh-

operaatioilla pyritään. Jatkuvuuden periaatetta noudattamalla vältetään toistuvia suuria muutoksia rahapolitiikan välineissä ja menettelyissä, minkä ansiosta keskuspankit ja niiden vastapuolet voivat nojautua aiempaan kokemukseensa osallistuessaan rahapoliittisiin operaatioihin. Turvallisuuden periaate edellyttää, että eurojärjestelmän taloudelliset ja toiminnalliset riskit minimoidaan, ja kustannustehokkuuden periaatteen tarkoituksena on pitää raha-

politiikan ohjausjärjestelmästä aiheutuvat toiminnalliset kustannukset pieninä niin eurojärjestelmälle kuin sen vastapuolillekin.

Rahapolitiikan täytäntöönpanon hajautaminen on eurojärjestelmän oma periaate. Periaatteen mukaan eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden toteuttajina ovat normaalitilanteessa kansalliset keskuspankit. EKP koordinoi operaatioita, mutta kansalliset

...sekä rahapolitiikan toteuttaminen hajautetusti

Taulukko 4.1 Eurojärjestelmän rahapoliittiset operaatiot				
Rahapoliittiset operaatiot	Toimenpidetyypit¹⁾		Maturiteetti	Toteutumistiheys
	Likviditeettiä lisääviä	Likviditeettiä vähentäviä		
Avomarkkinaoperaatiot				
Perusrahoitusoperaatiot	• Käänteisoperaatiot	–	• 1 viikko ²⁾	• Viikoittain
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	• Käänteisoperaatiot	–	• 3 kuukautta	• Kuukausittain
Hienosäätöoperaatiot	• Käänteisoperaatiot • Valuuttaswapit	• Käänteisoperaatiot • Määräaikaistalletusten keruu • Valuuttaswapit	• Ei vakio	Satunnaisesti
Rakenteelliset operaatiot	• Käänteisoperaatiot	• EKP:n velkaperien liikkeeseenlasku	• Vakio/ ei vakio	• Säännöllisesti ja satunnaisesti
	• Suorat ostot	• Suorat myynnit	–	• Satunnaisesti
Maksuvalmiusjärjestelmä				
Maksuvalmiusluotto	• Käänteisoperaatiot	–	• Yön yli	• Käytettävissä vastapuolten harkinnan mukaan
Talletusmahdollisuus	–	• Talletukset	• Yön yli	• Käytettävissä vastapuolten harkinnan mukaan

1) Avomarkkinaoperaatioiden toimenpidetyypit on kuvattu kehikossa 4.3.

2) Viikon maturiteetilla 10.3.2004 alkaen, sitä ennen maturiteetti kaksi viikkoa (ks. kehikko 4.2).

keskuspankit suorittavat niihin liittyvät transaktiot.

4.2 RAHAPOLIITTIKAN OHJAUSJÄRJESTELMÄN TOIMINTA

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmästä kerrotaan yksityiskohtaisemmin EKP:n julkaisussa ”Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menetelyistä”.

Avomarkkina- operaatiot

Taulukossa 4.1 annetaan yleiskuva eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatioista ja maksuvalmiusjärjestelmästä. Tärkein rahapolitiikan väline ovat avomarkkinaoperaatiot, joita tehdään keskuspankin aloitteesta, yleensä rahamarkkinoilla. Näillä markkinoilla transaktioiden maturiteetti on yleensä alle vuoden (rahamarkkinoista kerrotaan tarkemmin osassa 2.6). Avomarkkinaoperaatiot jaetaan perusrahoitusoperaatioihin, pitempiäaikaisiin rahoitusoperaatioihin, hienosäätöoperaatioihin ja rakenteellisiin operaa-

tiioihin. Niiden avulla ohjataan korkoja, viestitään rahapolitiikan mitoituksesta ja hallitaan euroalueen pankkisektorin likviditeettitilannetta.

Avomarkkinaoperaatioista tärkeimpiä ovat perusrahoitusoperaatiot, jotka ovat eurojärjestelmän rahapolitiikan keskeisin väline. Niissä eurojärjestelmä lainaa varoja vastapuolilleen. Eurojärjestelmän suojaamiseksi taloudellisilta riskeiltä luottoa annetaan ainoastaan riittäviä vakuuksia vastaan. Eurojärjestelmän vastapuolista ja siitä, millaisia vakuuksia likviditeettiä lisävissä operaatioissa tarvitaan, kerrotaan kehikossa 4.1.

Avomarkkinaoperaatiot toteutetaan tavallisesti käänteisoperaatioina, eli keskuspankki ostaa arvopapereita takaisinostosopimuksin tai myöntää lainaa vakuuskelpoisia arvopapereita vastaan (ks. kehikko 4.3). Käänteisoperaatiot ovat siis määräaikaisia avomarkkinaoperaatioita, joissa vastapuolet saavat varoja ennalta ilmoitetuksi ajaksi.

Perusrahoitus- operaatiot

Käänteis- operaatiot

Kehikko 4.1 Vastapuolet ja vakuudet

I. Vastapuolet

Eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistö on laadittu siten, että laajalla joukolla erilaisia vastapuolia on mahdollisuus osallistua. Vastapuolten on täytettävä tietyt kelpoisuusvaatimukset. Vaatimuksia määriteltäessä on pyritty siihen, että kaikkia euroalueen luottolaitoksia kohdellaan yhdenvertaisesti ja kaikki vastapuolet täyttävät tietyt toiminta- ja vakavaraisuusvaatimukset. Yleiset kelpoisuusvaatimukset ovat samat kaikkialla euroalueella.

Vastapuoliksi hyväksytään vakavaraiset luottolaitokset, jotka ovat eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän alaisia ja joihin EU:n/ETAn kansallisten viranomaisten harjoittama yhdenmukaistettu valvonta ulottuu ainakin jossakin muodossa. Vastapuoliksi voidaan hyväksyä myös kansallisten viranomaisten vastaavantasoisessa yhdenmukaistamattomassa valvonnassa olevia euroalueella toimivia vakavaraisia laitoksia (esimerkiksi ETAn ulkopuolella rekisteröityjen laitosten euroalueelle sijoittautuneet sivukonttorit). Lisäksi vastapuolten on täytettävä oman kansallisen keskuspankkinsa (tai EKP:n) sopimuksissa tai säännöissä asetetut toiminnalliset vaatimukset, jotta eurojärjestelmän

rahapoliittiset operaatiot voidaan toteuttaa tehokkaasti. Vuoden 2011 tammikuun lopussa euroalueella oli 6 334 luottolaitosta. Niistä kuitenkin vain 2 267 täytti avomarkkinaoperaatioihin osallistujille asetetut toiminnalliset vaatimukset, 2 395 täytti maksuvalmiusluoton käyttäjille asetetut toiminnalliset vaatimukset ja 2 789 täytti talletusmahdollisuuden käyttäjille asetetut toiminnalliset vaatimukset.

Käytännössä avomarkkinaoperaatioihin osallistuu yleensä vain pieni osa hyväksytyistä vastapuolista. Vuoden 2010 jälkipuoliskolla perusrahoitusoperaatioihin osallistui keskimäärin 145 vastapuolta ja pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin 94 vastapuolta.

Eurojärjestelmä voi valita rajoitetun määrän vastapuolia osallistumaan hienosäätöoperaatioihin. Rahapoliittisissa valuuttasapeissa eurojärjestelmä käyttää vastapuolina valuuttamarkkinoiden aktiivisia toimijoita, jotka ovat sijoittautuneet euroalueelle.

Yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävät luottolaitokset voivat käyttää eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää ja osallistua vakiohuutokauppoina toteutettaviin eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatioihin rekisteröintijäsenvaltionsa kansallisen keskuspankin välityksellä. Jos laitos on sijoittautunut useampaan kuin yhteen jäsenvaltioon, sen hallinnollinen päätoimipaikka ja sivukonttorit voivat kukin osallistua operaatioihin sijaintijäsenvaltionsa kansallisen keskuspankin kautta. Laitoksen tarjoukset voi kuitenkin antaa vain yksi toimipaikka (joko hallinnollinen päätoimipaikka tai määrätty sivukonttori) kussakin jäsenvaltiossa.

Eurojärjestelmä voi kansallisen keskuspankin (tai EKP:n) sopimusten tai sääntöjen mukaisesti sulkea vastapuolen vakavaraisuussyistä tilapäisesti tai pysyvästi pois rahapoliittisista operaatioista ja maksuvalmiusjärjestelmästä.

Eurojärjestelmän rahapoliittiset operaatiot toteutetaan hajautetusti kansallisissa keskuspankeissa. Huolellisen valmistautumisen ja tehokkaiden tietojärjestelmien ansiosta hajautettu toteutus on onnistunut hyvin tehokkaasti ja kitkatta. Eurojärjestelmä hyötyy edelleen suuresti kansallisten keskuspankkien kymmenien vuosien kuluessa luomista läheisistä suhteista paikallisiin vastapuoliin.

2. Vakuudet

Likviditeettiä lisäävissä operaatioissa eurojärjestelmä vaatii vastapuolilta vakuudet. Näiden luotto-operaatioiden vakuudeksi kuitenkin hyväksytään monenlaisia omaisuuseriä. EKPJ:n perussäännön artiklan 18.1 mukaan EKP ja kansalliset keskuspankit voivat käydä kauppaa rahoitusmarkkinoilla ostamalla ja myymällä omaisuuseriä suurin kaupun tai takaisinostosopimuksin ja kaikkien eurojärjestelmän luotto-operaatioiden edellytetään perustuvan riittäviin vakuuksiin.

Jotta vastapuolten toimittamat omaisuus-erät voidaan hyväksyä eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden vakuudeksi, niiden on täytettävä tietyt kriteerit. Näin suojataan eurojärjestelmää tappioilta sekä varmistetaan vastapuolten yhdenvertainen kohtelu ja toiminnan tehokkuus. Yhdenvertaisen kohtelun periaatteen mukaisesti eurojärjestelmä hyväksyy vakuuksiksi sekä yksityisten että julkisten toimijoiden liikkeeseen laskemia velkainstrumentteja.

Eurojärjestelmä on luonut yhteisen vakuuskäytännön eurojärjestelmän luotto-operaatioissa käytettävien vakuuksien hyväksymistä varten. Yhteinen vakuuskäytäntö (yksi vakuuslista eli yhteislista) tuli voimaan 1.1.2007 ja korvasi talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alusta käytössä olleen kahden listan järjestelmän.

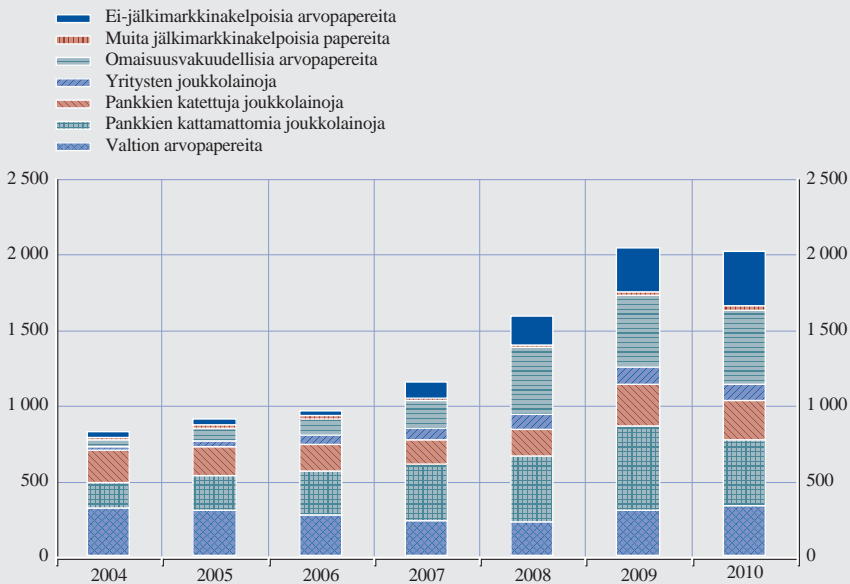
Yhteislistalla omaisuuserät jaetaan kahteen luokkaan – jälkimarkkinakelpoisiin ja ei-jälkimarkkinakelpoisiin omaisuuseriin. Molemmat kelpaavat yhtäläisesti kaikkiin eurojärjestelmän rahapoliittisiin operaatioihin, joskaan eurojärjestelmä ei käytä ei-jälkimarkkinakelpoisia omaisuuseriä suorissa kaupoissa. Eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden vakuudeksi kelpaavia omaisuuseriä voidaan käyttää myös päivän sisäisen luoton vakuutena. Kummankin luokan omaisuuserien on täytettävä koko euroalueen kattavat yhdenmukaiset vakuuskelpoisuusvaatimukset.

Vakuudeksi toimitettujen omaisuuserien määrä kasvoi huomattavasti vuosina 2007–2009 mahdollisesti rahoitusmarkkinoiden tuolloisten jännitteiden seurauksena (ks. kuvio 4.1). Strukturoitujen rahoitustuotteiden kuten omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ja katettujen joukkolainojen vakuuskäyttö lisääntyi eniten eli lähes 40 prosenttiin kaikista vakuudeksi toimitetuista omaisuuseristä.

Eurojärjestelmän vastapuolet voivat käyttää vakuutena myös sellaisia vakuuskelpoisia omaisuuseriä, jotka sijaitsevat toisessa jäsenvaltiossa. Ne siis voivat hankkia luottoa sijoittautumisjäsenvaltionsa kansalliselta keskuspankilta toisessa jäsenvaltiossa tallettettuja omaisuuseriä vastaan.

Kuvio 4.1 Vakuudeksi toimitetut arvopaperit

(mrd. euroa; vuotuisia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

3. Riskienhallintamenetelmät

Kaikkien eurojärjestelmän luotto-operaatioiden vakuudeksi hyväksyttävien omaisuuserien riskejä valvotaan, jotta eurojärjestelmää voidaan suojata taloudellisilta tappioilta siinä tapauksessa, että vakuutena olevat omaisuuserät joudutaan realisoimaan (myymään) vastapuolen maksukyvyttömyyden takia.

Eurojärjestelmä käyttää erityisiä riskienhallintamenetelmiä vastapuolen tarjoamien omaisuuserien tyypistä riippuen. EKP määrittelee asianmukaiset riskienhallintamenetelmät jälkimarkkinakelpoisia ja ei-jälkimarkkinakelpoisia vakuuskelpoisia omaisuuseriä varten. Riskienhallintamenetelmät ovat yleisesti ottaen yhdenmukaiset koko euroalueella, jotta voidaan varmistaa kaikkien vakuuskelpoisten omaisuuserätyyppien johdonmukainen, avoin ja yhtäläinen kohtelu.

Yksi riskienhallintamenetelmistä on aliarvostus, eli vakuuksien arvoa määritettäessä kunkin omaisuuserän markkina-arvosta vähennetään tietty aliarvostusprosentti. Eurojärjestelmä myös edellyttää, että vakuuksien aliarvostuksella korjattu markkina-arvo säilyy, joten sillä on käytössä vaihtelumarginaali. Lisäksi riskejä hallitaan rajoittamalla kattamattomien velkainstrumenttien käyttöä.

Eurojärjestelmä voi tarvittaessa soveltaa muitakin riskienhallintamenetelmiä varmistukseen, että eurojärjestelmän oikeudet on riittävästi turvattu. Se voi myös vakavaraisuussyistä kieltäytyä hyväksymästä tiettyjen vastapuolten eurojärjestelmälle vakuudeksi toimittamia omaisuuseriä, rajoittaa niiden vakuuskäyttöä tai soveltaa niihin ylimääräistä aliarvostusta.

Maksuvalmiusjärjestelmä

Eurojärjestelmä tarjoaa vastapuolten käyttöön myös maksuvalmiusjärjestelmän, jonka avulla vaikutetaan lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin ja etenkin rajoitetaan niiden heilahteluja. Vastapuolet voivat käyttää yön yli -maksuvalmiusjärjestelyjä (maksuvalmiusluottoa ja talletusmahdollisuutta) omaloitteisesti. Maksuvalmiusluoton korko on yleensä huomattavasti korkeampi kuin vastaava rahamarkkinakorko ja talletuskorko huomattavasti alhaisempi kuin vastaava rahamarkkinakorko. Siksi luottolaitokset käyttävät maksuvalmiusjärjestelmää yleensä vain, jos muuta vaihtoehtoa ei ole. Koska maksuvalmiusluoton käyttöä rajoittaa vain vastapuolten käytettävissä olevien hyväksytyjen vakuuksien määrä ja talletusmahdollisuutta voi käyttää rajattomasti, näiden järjestelyjen korot muodostavat normaalioloissa korkoputken,

jonka sisällä rahamarkkinoiden yön yli -korko voi vaihdella. Maksuvalmiusluottoa ja talletusmahdollisuutta käsitellään tarkemmin osassa 4.5.

EKP:n neuvoston asettamat maksuvalmiusjärjestelmän korot muodostavat korkoputken, jonka sisällä rahamarkkinoiden yön yli -korko voi vaihdella. Kuviosta 4.2 näkyy, miten EKP:n ohjauskorot ovat kehittyneet tammi-kuusta 1999 lähtien ja maksuvalmiusluoton korot ovat muodostaneet yön yli -markkinakoron (eoniakoron) ylä- ja alarajan.

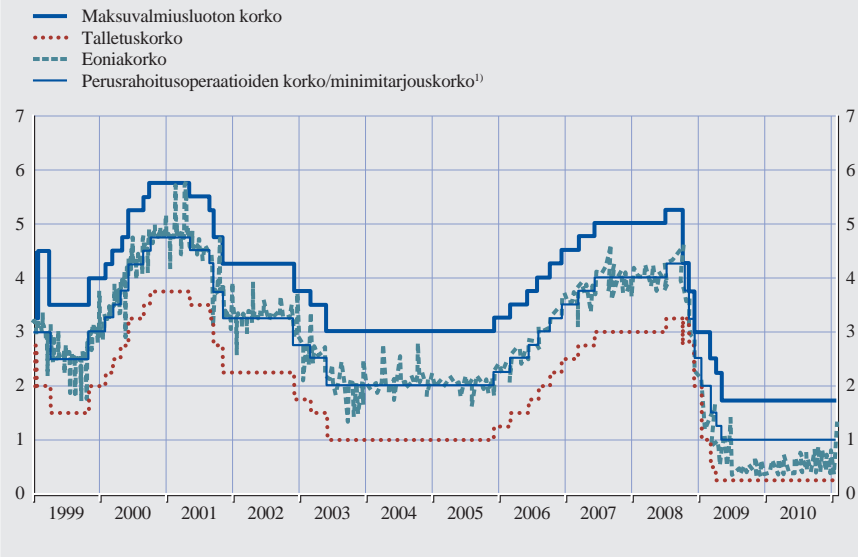
Kuten kuviosta 4.2 näkyy, eoniakorko on normaalioloissa pysytellyt melko lähellä perusrahoitusoperaatioiden korkoa. Perusrahoitusoperaatiot ovatkin eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä tärkein. Lokakuun 2008 jälkeen

Maksuvalmiusjärjestelmän korkoputki

Eoniakorko, EKP:n ohjauskorot ja vähimmäisvarantojärjestelmä

Kuvio 4.2 EKP:n ohjauskorot ja eoniakorko vuodesta 1999

(vuotuinen korko; päivähavaintoja)



Lähde: EKP.

1) Perusrahoitusoperaatiot toteutettiin alun perin kiinteäkorkoisina huutokauppoina ja 28.6.2000–15.10.2008 vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joiden minimitarjouskorko ilmoitettiin etukäteen. Alkaen operaatiosta, joka suoritettiin 15.10.2008, niitä ryhdyttiin toteuttamaan kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti, ja näin päätettiin jatkaa ainakin 12.7.2011 päättyvän pitoajanjakson loppuun saakka. Minimitarjouskorolla tarkoitetaan alinta korkoa, jolla vastapuolet saivat tehdä tarjouksia vaihtuvakorkoisessa huutokaupassa (ks. osa 4.4).

eoniakoron kehitykseen ovat vaikuttaneet eurojärjestelmän epätavanomaiset toimet, joiden avulla on pyritty vähentämään finanssikriisin voimistumisen vaikutuksia (ks. kehikko 5.1 ja luku 5). Piikit eoniakoron kehityksessä liittyvät eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmään, josta kerrotaan tarkemmin osassa 4.3.

Ero maksuvalmiusjärjestelmän korkojen ja perusrahoitusoperaatioiden koron välillä pidettiin muuttumattomana huhtikuusta 1999 lokakuuhun 2008, eli maksuvalmiusluoton korko oli jatkuvasti 1 prosenttiyksikön korkeampi ja talletuskorko 1 prosenttiyksikön matalampi kuin perusrahoitusoperaatioiden korko. Sen jälkeen korkoputki kaventettiin väliaikaisesti $\pm 0,5$ prosent-

tiyksikköön, kunnes EKP:n neuvosto toukokuussa 2009 asetti perusrahoitusoperaatioiden koron 1,0 prosenttiin ja levensi korkoputken $\pm 0,75$ prosenttiyksikköön.

4.3 VÄHIMMÄISVARANNOT

Vähimmäisvarantojärjestelmän tarkoituksena on vakauttaa rahamarkkinakorkoja. Rahamarkkinakorkojen vakauttamiseksi järjestelmässä käytetään keskiarvoistamista. Luottolaitosten likviditeetti vaihtelee esimerkiksi setelien kysynnän muutosten myötä, ja sen vuoksi järjestelmässä sallitaan tilapäisiä varantovajeita, jos luottolaitoksella on saman pitoajanjakson aikana myös riittävästi päivittäisiä varantoylijäämiä.

Vakaammat
rahamarkkina-
korot

Keskiarvoistamisen ansiosta luottolaitoksilla on mahdollisuus pitää varantovajetta ja myöntää enemmän lainoja markkinoilla pitoajanjakson alkupuolella, jos lyhimpien rahamarkkinakorkojen odotetaan laskevan jakson loppua kohden. Jos taas korkojen odotetaan nousevan vasta pitoajanjakson lopulla, luottolaitosten kannattaa ottaa lainaa ja pitää varantoylijäämää jakson alkupuolella. Teoriassa tällaisen arbitraasitilanteen pitäisi taata, että lyhimät rahamarkkinakorot vastaisivat koko pitoajanjakson ajan odotettua pitoajanjakson lopun korkoa. Mekanismi vakauttaa yön yli -korkoa pitoajanjaksolla, eikä keskuspankin tarvitse toteuttaa toimia rahamarkkinoilla kuin harvoin.

Suurimman osan pitoajanjaksoa keskiarvoistaminen toimii kitkattomasti, mutta jakson lopulla varantovelvoitteessa ei enää ole samalla tavalla joustovaraa, sillä likviditeettivajeen (tai -ylijäämän) voi kompensoida vain saman pitoajanjakson kuluessa. Jos pankit eivät vielä ole täyttäneet varantovelvoitettaan, niiden on toimittava nopeasti, mikä selittää pitoajanjaksojen loppuun ajoittuvat piikit eoniakoron kehityksessä (ks. kuvio 4.2).

Suurempi rakenteellinen keskuspankkirahoituksen tarve

Vähimmäisvarantojärjestelmä lisää pankkijärjestelmän rakenteellista keskuspankkirahoituksen tarvetta. Kun luottolaitosten on pidettävä vähimmäisvarantoja kansallisissa keskuspankeissa, keskuspankkiluottojen kysyntä kasvaa, jolloin EKP:n on helpompi ohjata rahamarkkinakorkoja säännöllisten likviditeettiä lisäävien operaatioiden avulla.

Järjestelmän kuvaus

EKP velvoittaa euroalueen luottolaitokset pitämään kansallisissa keskuspankeissa olevilla tileillä talletuksia, joita kutsutaan vähimmäisvarannoiksi.⁸ Kunkin luottolaitoksen vähimmäisvarantojen suuruus määräytyy sen varantopohjan perusteella. Varantopohja riippuu luottolaitoksen taseen vastattavaa-puolen eristä (ks. taulukko 4.2).⁹

Luottolaitoksen varantovelvoitteen määrä lasketaan kertomalla laitoksen varantopohja velvoiteprosentilla. EKP:n järjestelmässä useimpien varantopohjaan kuuluvien erien velvoiteprosentti on yli nollan (2 %), ja se on pysynyt samana koko EMUn kolmannen vaiheen ajan. Näihin eriin sisältyy suurin osa luottolaitosten lyhytaikaisista veloista. Pitkäaikaisten velkojen ja takaisinostosopimusten velvoiteprosentti on nolla (ks. taulukko 4.2).

Luottolaitokset saavat tehdä varantovelvoitteestaan könttäsommavähennyksen (100 000 euroa). Vähennys ei ole muuttunut EMUn kolmannen vaiheen aikana. Könttäsommavähennyksen ansiosta luottolaitoksille, joiden varantovelvoite olisi hyvin pieni, ei aiheudu hallinnollisia kustannuksia.

Varantovelvoitteiden täyttämiseksi luottolaitosten on pidettävä talletuksia kansallisissa keskuspankeissa olevilla sekkitileillään. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä vastapuolet voivat hyödyntää keskiarvoistamista, eli niiden katsotaan noudattaneen varantovelvoitetta, jos varantotilin päivittäisten saldojen keskiarvo

Varantovelvoite ja varantopohja

Velvoiteprosentti

Könttäsommavähennys

Keskiarvoistaminen

⁸ Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän oikeudellinen perusta on EKP:n perussäännön artikla 19. Tärkeimmät järjestelmän yksityiskohtia koskevat säädökset ovat EKP:n soveltamista vähimmäisvarannoista annettu neuvoston asetus (EY) N:o 2531/98 sekä vähimmäisvarantojen soveltamisesta annettu EKP:n asetus (EY) N:o 2818/98 (EKP/1998/15) sellaisena kuin se on muutettuna

⁹ Luottolaitosten velkoja muille eurojärjestelmän vähimmäisvarantovelvoitteen alaisten laitosten listalla oleville laitoille, EKP:lle tai kansallisille keskuspankeille ei sisällytetä varantopohjaan.

Taulukko 4.2 Luottolaitosten varantopohjaa laskettaessa huomioitavat velkaerät

(kannat tammikuun 2011 lopussa; mrd. euroa)

A) Velvoiteprosentti 2 %

Talletukset (ml. yön yli -talletukset, enintään kahden vuoden määräaikaistalletukset ja irtisanomisajaltaan enintään kahden vuoden talletukset)	9 840,2
Enintään kahden vuoden velkapaperit (ml. rahamarkkinapaperit)	651,6
Välisumma (A)	10 491,8

B) Velvoiteprosentti 0 %

Talletukset (yli kahden vuoden määräaikaistalletukset ja irtisanomisajaltaan yli kahden vuoden talletukset)	2 780,6
Yli kahden vuoden velkapaperit	4 356,0
Takaisinostosopimukset	1 395,8
Välisumma (B)	8 532,4
Varantopohja yhteensä (A+B)	19 024,1

Lähde: EKP.

noin kuukauden mittaisen pitoajanjakson ajalta on velvoitteen mukainen.

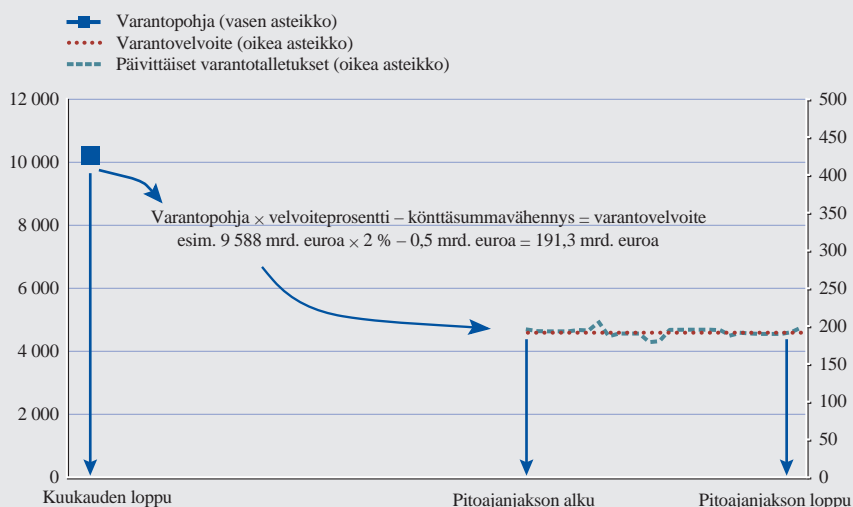
Pitoajanjakso

Vähimmäisvarantojen pitoajanjakso alkaa aina ensimmäisen perusrahoitus-

operaation maksujen suorituspäivänä sellaisen EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen, jossa on tarkoitus käsitellä rahapolitiikan mitoitusta, ja se päättyy seuraavan kuun perusrahoitusoperaa-

Kuvio 4.3 Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmä

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Esimerkki on viimeiseltä pitoajanjaksolta ennen rahoitusmarkkinoiden jännitteiden lisääntymistä (11.7.–7.8.2007). Jännitteiden lisääntyneitä markkinaosapuolet pyrkivät täyttämään varantovelvoitteensa hyvissä ajoin.

Kehikko 4.2 Perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin ja vähimmäisvarantojen pitoajanjakson muutos maaliskuussa 2004

Aiemmin vastapuolten tarjouskäyttäytyminen perusrahoitusoperaatioissa saattoi muuttua spekulatiiviseksi, jos EKP:n ohjaukorkojen odotettiin nousevan tai laskevan pian (ks. osa 4.4). Keväällä 2000 EKP:n odotettiin toistuvasti nostavan ohjaukorkoja, ja vastapuolet jättivät suhteettoman suuria tarjouksia perusrahoitusoperaatioissa, jotka toteutettiin tuolloin kiinteäkorkoisina. Kun korkojen odotettiin laskevan, vastapuolten jättämien tarjousten kokonaismäärä jäi pienemmäksi kuin mitä varantovelvoitteiden täyttämiseen olisi tarvittu.

Ongelmien taustalla oli, että EKP:n ohjaukorkot saattoivat muuttua kesken vähimmäisvarantojen pitoajanjakson. Riippumatta siitä, milloin EKP:n neuvosto kokoontui päättämään ohjaukoroista, pitoajanjakso alkoi aina kuukauden 24. kalenteripäivänä ja päättyi seuraavan kuun 23. kalenteripäivänä. Lisäksi viikoittaisten perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti oli tuolloin kaksi viikkoa, eli ainakin pitoajanjakson viimeinen operaatio jatkui aina seuraavan pitoajanjakson puolelle. Jos siis EKP:n ohjaukorkojen odotettiin muuttuvan seuraavalla pitoajanjaksolla, odotukset vaikuttivat tarjouskäyttäytymiseen pitoajanjakson lopun perusrahoitusoperaatioissa.

Estääkseen koronmuutosodotuksia vaikuttamasta lyhimpiin rahamarkkinakorkoihin EKP:n neuvosto teki kaksi päätöstä, jotka tulivat voimaan maaliskuussa 2004: vähimmäisvarantojen pitoajanjaksojen ajoitusta muutettiin, ja perusrahoitusoperaatiot lyhennettiin yksiviikkoisiksi. Nykyisin pitoajanjakso alkaa aina ensimmäisen perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä sellaisen EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen, jossa on tarkoitus käsitellä rahapolitiikan mitoitusta, ja se päättyy seuraavan kuun perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivän aattona. Ajallinen yhteys EKP:n neuvoston kokouksen ja pitoajanjakson alkamisen välillä minimoi käytännössä odotukset, että EKP muuttaisi ohjaukorkoja kesken pitoajanjakson. Perusrahoitusoperaatioiden maturiteettia lyhentämällä haluttiin poistaa korko-odotusten heijastusvaikutukset pitoajanjaksosta toiseen. Kaiken kaikkiaan tarkoituksena oli vakaannuttaa tarjoustentekotilannetta perusrahoitusoperaatioissa.

tion maksujen suorituspäivän aattona. Nykyiseen käytäntöön siirryttiin maaliskuussa 2004 (ks. kehikko 4.2). Luottolaitosten varantojen hoidon helpottamiseksi EKP julkaisee seuraavan vuoden pitoajanjaksojen aikataulun ja ohjeellisen huutokauppakalenterin kolme kuukautta etukäteen.

perusrahoitusoperaatioiden (kalenteripäivien määrällä painotettua) keskimääräistä marginaalikorkoa pitoajanjakson ajalta (ks. myös osa 4.4). Näiden huutokauppojen marginaalikorot ovat yleensä hyvin lähellä lyhyitä rahamarkkinakorkoja, joten vähimmäisvarannoille maksettava korko on lähes sama kuin markkinakorko.

Vähimmäisvarantojen korollisuus

Eurojärjestelmä pyrkii varmistamaan, ettei vähimmäisvarantojärjestelmä rasita euroalueen pankkijärjestelmää eikä häiritse resurssien tehokasta kohdentamista. Siksi luottolaitosten vähimmäisvarantotalletuksille maksetaan EKP:n

Kuviosta 4.3 näkyy, miten eurojärjestelmä määrittää varantovelvoitteet. Esimerkkitapauksessa luottolaitosten yhteenlaskettu varantopohja lasketaan niiden taseisiin 31.5.2007 kirjattujen

Varantovelvoitteiden määräytyminen

velkaerien perusteella. Varantovelvoitteet lasketaan ei seuraavassa vaan sitä seuraavassa kuussa alkavalle pitoajanjaksolle (tässä tapauksessa 11.7.–7.8.2007). Positiivista velvoiteprosenttia (2 %) sovelletaan yhteensä 9 588 miljardin euron varantopohjaan, ja saadusta varantovelvoitteesta tehdään yhteensä 0,5 miljardin euron könttäsommavähennys. Kuvion tummansinisestä katkoviivasta näkyy, miten keskiarvoistaminen toimii eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä: luottolaitoksen sekkitilitalletukset saavat olla vaihtelevasti sen varantovelvoitetta suurempia tai pienempiä, kunhan ne pitoajanjakson aikana keskimäärin vastaavat varantovelvoitetta (tai ylittävät sen). Esimerkissä luottolaitoksilla oli sekkitilitalletuksia eurojärjestelmässä keskimäärin yhteensä 192,0 miljardia euroa ja niiden varantovelvoitteet olivat yhteensä 191,3 miljardia euroa, eli vapaaehtoisia varantovelvoitteen ylittäviä talletuksia oli yhteensä 0,7 miljardin euron arvosta.

4.4 AVOMARKKINAOPERAATIOT

Avomarkkinaoperaatiot jaetaan neljään ryhmään

Eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatiot voidaan jakaa tavoitteensa, säännöllisyytensä ja toteutustapansa perusteella neljään ryhmään: perusrahoitusoperaatioihin, pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin, hienosäätöoperaatioihin ja rakenteellisiin operaatioihin (ks. taulukko 4.1 ja kehikko 4.3).

Perusrahoitusoperaatiot

Perusrahoitusoperaatioiden merkitys

Perusrahoitusoperaatiot ovat eurojärjestelmän tärkeimpiä avomarkkinaoperaatioita. Niiden avulla ohjataan markkinakorkoja ja hallitaan markkinoiden likviditeettitilannetta. EKP:n neuvosto päättää niiden korosta ja viestii siten rahapolitiikan mitoitukselta. Perusrahoitusoperaatioilla katetaan yleensä

suurin osa pankkijärjestelmän likviditeettitarpeista. Operaatiot toteutetaan hajautetusti kansallisissa keskuspankeissa.

Perusrahoitusoperaatiot ovat viikoittaisia likviditeettiä lisääviä operaatioita, joiden maturiteetti on yksi viikko. Maaliskuuhun 2004 saakka perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kahden viikon maturiteetilla (ks. kehikko 4.2). Perusrahoitusoperaatioiden (ja pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden) maturiteetti voi vaihdella ajoittain mm. jäsenvaltioiden kansallisten vapaapäivien vuoksi.

Perusrahoitusoperaatiot toteutetaan vakiohuutokauppoina eli eurojärjestelmän tapauksessa ennalta ilmoitetun aikataulun mukaan toteutettavina huutokauppoina, jotka suoritetaan 24 tunnin kuluessa (huutokauppailmoituksesta jakopäätökseen). Kaikki yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävät vastapuolet saavat osallistua näihin operaatioihin. Mikä tahansa euroalueella sijaitseva luottolaitos voidaan periaatteessa hyväksyä eurojärjestelmän vastapuoleksi (ks. kehikko 4.1).

Eurojärjestelmä voi toteuttaa huutokauppoja joko kiinteä- tai vaihtuvakorkoisina. Kiinteäkorkoisessa huutokaupassa EKP määrää koron etukäteen ja vastapuolet tekevät tarjouksen rahamäärästä, jonka ne haluavat tällä korolla. Vaihtuvakorkoisessa huutokaupassa vastapuolet tekevät tarjouksen sekä rahamäärästä, jonka ne haluavat keskuspankilta, että rahamäärälle maksettavasta korosta. Vastapuolet voivat tehdä useita eri korkotarjouksia. Kussakin tarjouksessa on ilmoitettava, kuinka suuren rahamäärän vastapuoli haluaa lainata tarjoamallaan korolla. EKP:n neuvosto voi asettaa vaihtuvakorkoisessa huutokaupassa korkotarjouksille

Toteuttamistiheys ja maturiteetti

Vakiohuutokaupat

Kiinteä- ja vaihtuvakorkoiset huutokaupat

alarajan (minimitarjouskoron) ja viestii siten rahapolitiikan mitoituksista.

Molemmissa huutokauppa-menettelyissä EKP tekee päätöksen tarjottavan likviditeetin määrästä. Kiinteäkorkoisissa huutokaupoissa jaettava määrä suhteutetaan tarjousten kokonaismäärään, ja kullekin pankille jaettava likviditeetti lasketaan kertomalla sen tarjous saadulla suhdeluvulla. Vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa korkotarjouksia hyväksytään suuruusjärjestyksessä suurimmasta alkaen, kunnes likviditeetti on kokonaan jaettu. Minimitarjouskorolla (marginaalikorko) tehdyt tarjoukset kerrotaan suhdeluvulla, joka saadaan suhteuttamalla vielä jakamatta oleva likviditeetti minimikorolla tehtyjen tarjoustensa kokonaismäärään. Likviditeetti jaetaan kullekin pankille sen tarjoamalla korolla. EKP voi poikkeustilanteessa päättää, että kaikki vastapuolten tarjoukset hyväksytään, ja jakaa niin paljon likviditeettiä kuin vastapuolet haluavat. Rahoitusmarkkinoiden jännitteiden kärjistyttyä vuonna 2007 tarjoukset ruvettiin hyväksymään täysimääräisesti.

Huutokauppa-menettelyt vuodesta 1999

Vuoden 1999 alusta kesäkuun 2000 loppuun eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina huutokauppoina. Sen jälkeen (27.6.2000 alkaen) perusrahoitusoperaatiot toteutettiin vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa käytettiin monikorkoista huutokauppa-menettelyä ja korkotarjouksille asetettiin alaraja. Alkaen operaatiosta, jonka maksut suoritettiin 15.10.2008, perusrahoitusoperaatiot ryhdyttiin toteuttamaan kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. Vuonna 2000 menettelyä muutettiin siksi, että pysyvä suuri korkoero rahamarkkinakorkojen ja perusrahoitusoperaatioiden kiinteän koron välillä sai

vastapuolet tekemään tarjouksia suhteettoman suurista rahamääristä. Korkeeron taustalla olivat markkinoiden odotukset, että EKP jatkaisi koronostoa keväällä 2000. Markkinakorkojen ja EKP:n perusrahoitusoperaatioiden koron välinen ero houkutteli pankkeja hankkimaan likviditeettiä keskuspankista ja johti erittäin suuriin tarjouksiin. Kun EKP siirtyi vaihtuvakorkoisiin huutokauppoihin, pankeilla ei enää ollut syytä tehdä suhteettoman suuria tarjouksia, sillä saadakseen enemmän likviditeettiä niiden olisi pitänyt maksaa korkeampaa korkoa.

Vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa, joissa sovellettiin minimitarjouskorkoa, oli kuitenkin omat ongelmansa. Ajoittain tarjouksien kokonaismäärä jäi pienemmäksi kuin mitä varantovelvoitteiden täyttämiseen olisi tarvittu. Jälleen taustalla olivat odotukset ohjauskorkojen kehityksestä. EKP:n neuvosto päätti tehdä muutoksia rahapolitiikan ohjausjärjestelmään maaliskuusta 2004 alkaen (ks. kehikko 4.2). Lokakuussa 2008 kaikki rahoitusoperaatiot ryhdyttiin toteuttamaan väliaikaisesti kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksyttiin täysimääräisesti (ks. kehikko 5.1). Näin haluttiin lieventää rahamarkkinoiden toimintahäiriöiden haitallisia vaikutuksia vakavaraisten pankkien likviditeettitilanteeseen euroalueella sekä tukea luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille.

Kun eurojärjestelmä siirtyi vaihtuvakorkoisiin huutokauppoihin, se alkoi myös ilmoittaa viikoittain pankkijärjestelmän arvioidun likviditeettitarpeen seuraavan perusrahoitusoperaation maksujen suoritusta edeltävään päivään saakka. Arvion julkistamisesta on apua vastapuolille, kun ne valmistelevat tarjouksiaan seuraavaa perusrahoi-

Likviditeettitarpeiden julkistaminen

tusoperaatiota varten. Osassa 4.6 käydään läpi pankkijärjestelmän likviditeettitarpeisiin vaikuttavia tekijöitä.

Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot

Viikoittaisten perusrahoitusoperaatioiden lisäksi eurojärjestelmä toteuttaa kuukausittain säännöllisiä pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita kolmen kuukauden maturiteetilla. Eurojärjestelmä voi toteuttaa myös ylimääräisiä pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita esimerkiksi yhden pitoajanjakson, kuuden kuukauden tai kahdentoista kuukauden maturiteetilla (ks. kehikko 5.1).

Näillä operaatioilla lisätään pankkijärjestelmän pitempiaikaista likviditeettiä. Vastapuolet saavat pitempiaikaista keskuspankkirahoitusta, eikä kaikkea rahamarkkinoiden tarvitsemaa likviditeettiä tarvitse jakaa joka viikko uudelleen. Perusrahoitusoperaatioiden tapaan pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan hajautetusti vakiohuutokauppoina, joihin voivat osallistua kaikki yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävät vastapuolet (ks. kehikko 4.1).

Eurojärjestelmän ei ole mielekäästä vaikuttaa erikseen moniin eripituisiin rahamarkkinakorkoihin, ja siksi sillä on pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa vain hinnanottajan rooli. Rahoituspolitiikan mitoituksista viestitään vain perusrahoitusoperaatioissa. Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa jaettavan likviditeetin määrä ilmoitetaan ennakkoon. Yleensä EKP:n neuvosto myös tiedottaa vastapuolille etukäteen tulevissa huutokaupoissa jaettavista likviditeettimääristä. Eurojärjestelmä voi poikkeustilanteessa toteuttaa pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita myös kiinteällä korolla ja päättää, että kaikki niissä tehdyt tar-

joukset hyväksytään täysimääräisesti (ks. kehikko 5.1).

Hienosäätöoperaatiot

Eurojärjestelmä toteuttaa tarvittaessa myös hienosäätöoperaatioiksi kutsuttuja avomarkkinaoperaatioita. Niiden toteuttamistiheyttä ja maturiteettia ei ole vakioitu, ja niillä voidaan lisätä tai vähentää likviditeettiä. Hienosäätöoperaatioilla pyritään hallitsemaan likviditeettitilannetta rahamarkkinoilla, ohjaamaan rahamarkkinakorkoja ja etenkin vähentämään markkinoiden likviditeetin odottamattomien heilahtelujen vaikutuksia korkoihin. Esimerkiksi vähimmäisvarantojen pitoajanjakson viimeisenä päivänä voidaan toteuttaa hienosäätöoperaatio, jos viimeisimmän perusrahoitusoperaation jälkeen on kertynyt likviditeettiylijäämää tai -alijäämää. Hienosäätöoperaatiot toteutetaan yleensä käänteisoperaatioina, mutta niitä voidaan tehdä myös valuuttaswapeina tai keräämällä määräraikaistalletuksia (ks. kehikko 4.3).

Hienosäätöoperaatiot on tarkoituksenmukaista toteuttaa pikahuutokauppoina, jotka suoritetaan tunnin kuluessa (huutokauppailmoituksesta jakopäätökseen). Niitä toteutetaan myös kahdenvälisinä kauppoina, joissa eurojärjestelmä tekee kaupat rajoitetun vastapuolijoukon kanssa ilman huutokauppaa.

Odottamattomat muutokset markkinoilla voivat edellyttää nopeaa toimintaa, joten eurojärjestelmän on voitava valita hienosäätöoperaatioidensa toteuttamistapa hyvin joustavasti. Hienosäätöoperaatiot toteutetaan tavallisesti hajautetusti kansallisissa keskuspankeissa, mutta poikkeustilanteissa EKP:n neuvosto voi päättää, että EKP toteuttaa itse kahdenvälisiä hienosäätöoperaatioita. Toiminnallisista syistä

Pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden merkitys

Hienosäätöoperaatioiden merkitys

Pikahuutokaupat ja kahdenväliset kaupat

Eurojärjestelmä hinnanottajana

Hyvin joustava toteutus

Kehikko 4.3 Eri tyyppisiä avomarkkinaoperaatioita

Eurojärjestelmän tärkein avomarkkinaoperaatioiden väline ovat käänteisoperaatiot, joita voidaan käyttää kaikissa likviditeettiä lisäävissä avomarkkinaoperaatioissa. Hienosäätöoperaatioiden ja rakenteellisten operaatioiden toteuttamiseen eurojärjestelmällä on lisäksi käytettävissään neljä muuta välinettä: se voi tehdä suoria kauppia tai valuuttaswapeja, kerätä määräaikaistalletuksia ja laskea liikkeeseen EKP:n velkasitoumuksia (ks. taulukko 4.1).

1. Käänteisoperaatiot

Käänteisoperaatioissa eurojärjestelmä ostaa tai myy vakuuskelpoisia omaisuuseriä takaisinostositoumuksin tai tekee luotto-operaatioita, joiden vakuutena on vakuuskelpoisia omaisuuseriä. Perusrahoitusoperaatiot ja pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot suoritetaan käänteisoperaatioina. Eurojärjestelmä voi suorittaa käänteisoperaatioina myös hienosäätöoperaatioita ja rakenteellisia operaatioita.

Takaisinostosopimuksena toteutettavassa käänteisoperaatiossa ostohinnan ja takaisinostohinnan ero vastaa lainatulle rahamäärälle operaation ajalta kertyvää korkoa, eli takaisinostohinta sisältää maksettavan koron. Vakuudellisena luottona toteutettavassa käänteisoperaatiossa korko lasketaan operaation ajalta luoton korkoprosentin mukaan.

2. Suorat kaupat

Suorina kauppina toteutettavilla avomarkkinaoperaatioilla tarkoitetaan toimenpiteitä, joissa eurojärjestelmä ostaa tai myy vakuuskelpoisia omaisuuseriä suoraan markkinoilla.

3. Valuuttaswapit

Rahapoliittisissa valuuttaswapeissa euroja ostetaan ja myydään samanaikaisin avista- ja termiinkaupoin ulkomaan valuuttaa vastaan. Valuuttaswapeja käytetään hienosäätötarkoituksessa, pääasiassa markkinoiden likviditeettitilanteen hallintaan ja korkojen ohjaamiseen.

4. Määräaikaistalletusten kerääminen

Eurojärjestelmä voi tarjota vastapuolille mahdollisuutta tehdä korollisia määräaikaistalletuksia vastapuolen sijoittautumisjäsenvaltion kansalliseen keskuspankkiin.

5. EKP:n velkasitoumusten liikkeeseenlasku

EKP voi laskea liikkeeseen velkasitoumuksia, kun se pyrkii vaikuttamaan eurojärjestelmän rakenteelliseen asemaan rahoitussektoriin nähden siten, että markkinoille luodaan likviditeettivaje (tai lisätään olemassa olevaa vajetta).

operaatioihin voi osallistua vain rajallisen määrä valittuja vastapuolia. Hienosäätöoperaatioihin osallistumista helpotettiin finanssikriisin aikana laajentamalla hyväksyttävien vastapuolten joukkoa. Hyväksyttävien vastapuolten määrää kasvatettiin noin 140:stä noin 2 000:een.

Rakenteelliset operaatiot

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjauksessa eurojärjestelmä mahdollistaa myös rakenteelliset operaatiot. Niiden tarkoituksena on säädellä eurojärjestelmän rakenteellista likviditeettiasemaa pankkijärjestelmään nähden eli vaikuttaa likviditeetin määrään markkinoilla pitkällä

Rakenteelliset
operaatiot

aikavälillä. Rakenteellisia operaatioita voidaan toteuttaa käänteisoperaatioina, suorina kauppoina tai laskemalla liikkeeseen velkasitoumuksia (ks. kehikko 4.3).

Rakenteellisilla operaatioilla voidaan lisätä tai vähentää likviditeettiä, ja niitä voidaan toteuttaa säännöllisesti tai epäsäännöllisesti. Kansalliset keskuspankit toteuttavat rakenteelliset kään-

teisoperaatiot ja velkasitoumusten liikkeeseenlaskut vakiohuutokauppoina. Suorat kaupat tehdään yleensä kahdenvälisinä kauppoina.

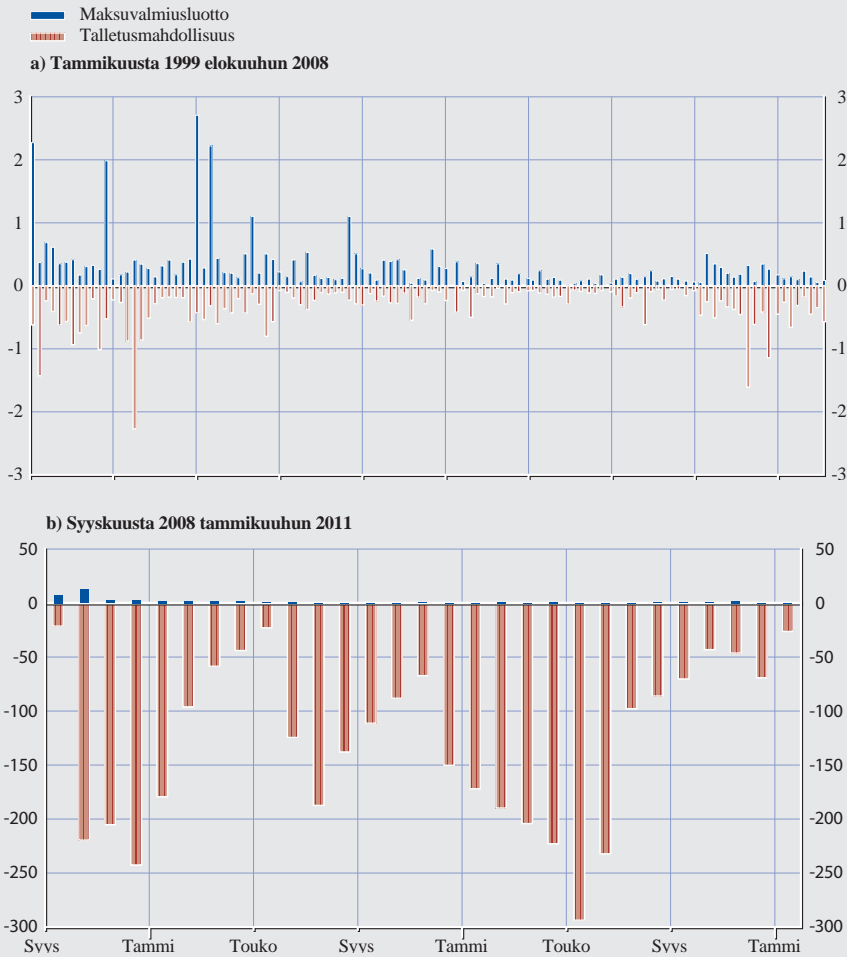
4.5 MAKSUVALMIUSJÄRJESTELMÄ

Kuten jo mainittiin, eurojärjestelmä toteuttaa rahapolitiikkaa myös asettamalla maksuvalmiusjärjestelmän korot. Maksujärjestelmässä hyväksytyt vasta-

Maksuvalmiusluotto ja talletusmahdollisuus ovat...

Kuvio 4.4 Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö

(mrd. euroa, pitoajanjakson päivittäisten saldojen keskiarvoja)



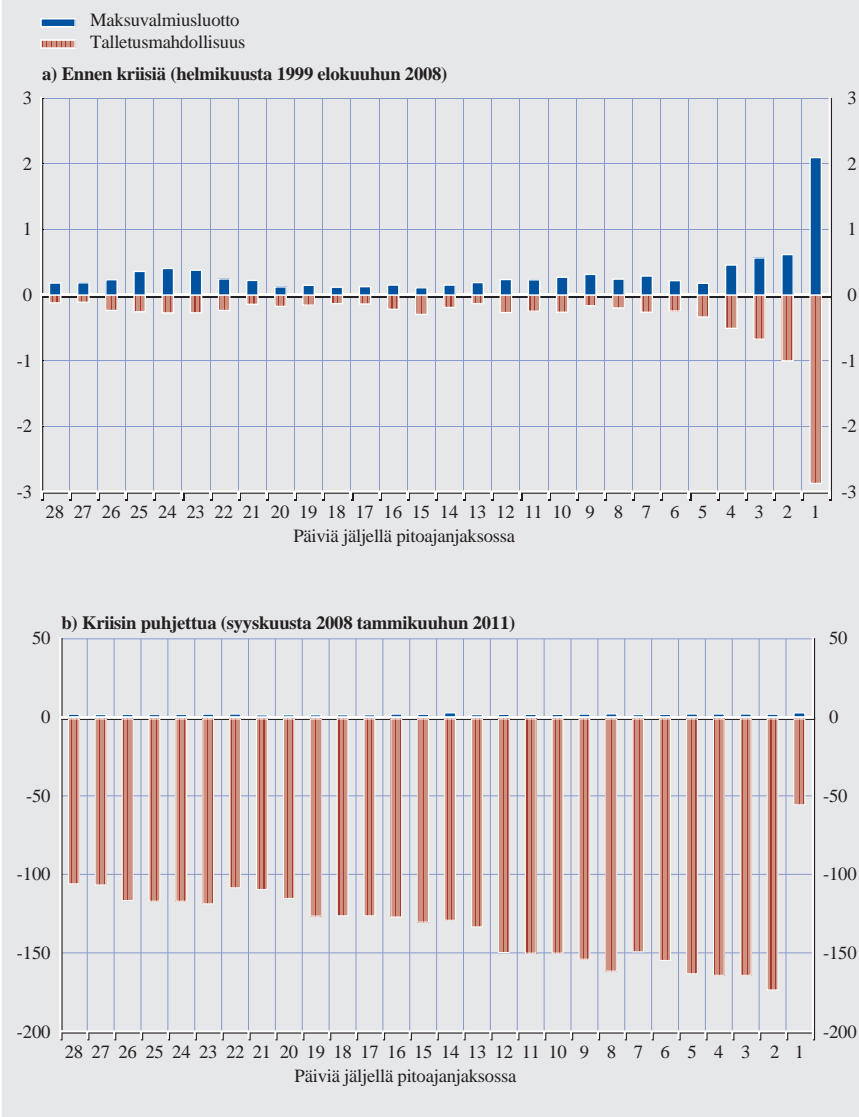
Lähde: EKP.

puolet voivat käyttää oma-aloitteisesti joko maksuvalmiusluottoa (saadakseen yön yli -luottoa) tai talletusmahdollisuutta (tehdäkseen yön yli -talletuksia). Maksuvalmiusluoton korko on kuitenkin niin korkea ja talletuskorko niin matala, ettei maksuvalmiusjärjestelmän käyttö ole normaalioloissa pankeille kannattavaa.

Kuviosta 4.4a näkyy maksuvalmiusjärjestelmän keskimääräinen päivittäinen käyttö tammikuusta 1999 elokuuhun 2008. Ennen jännitteiden voimistumista rahoitusmarkkinoilla elokuussa 2007 molempien maksuvalmiusjärjestelyjen käyttö oli yleensä alle miljardi euroa. Järjestelmän käyttö siis lisää tai vähentää likviditeettiä lähinnä poik-

Kuvio 4.5 Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö pitoajanjakson aikana

(mrd. euroa, pitoajanjakson viimeisten 28 päivän päivittäisten saldojen keskiarvoja)



Lähde: EKP.

keustilanteissa. Kuviosta 4.4b näkyy, miten maksuvalmiusjärjestelmän käyttö lisääntyi äkillisesti finanssikriisin aikana, kun monet pankit haalivat keskuspankkirahoitusta enemmän kuin olisivat tarvinneet mutta käyttivät mieluummin talletusmahdollisuutta kuin lainasivat ylijäämää muille pankeille. Toimintaympäristöä leimasi epävarmuus, ja vastapuoliriskin katsottiin kasvaneen. Lokakuussa 2008 eurojärjestelmä alkoi hyväksyä rahoitusoperaatioissa tehdyt tarjoukset täysimääräisesti, eli likviditeettiä jaettiin niin paljon kuin pankit pyysivät. Näin jaetun likviditeetin kokonaismäärä ylitti kuitenkin pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet, ja ylijäämä talletettiin talletusmahdollisuutta käyttäen. Tällainen kehitys viittaa paitsi siihen, että pankit pitivät varovaisuussyistä likviditeettiä hallussaan, myös markkinoiden segmentoitumiseen, sillä likviditeettiä eivät välttämättä pyytäneet samat pankit, jotka käyttivät eurojärjestelmän talletusmahdollisuutta.

...ja pitoajanjakson lopussa

Kuviosta 4.5a näkyy, miten maksuvalmiusjärjestelmää tyypillisesti käytettiin pitoajanjakson kuluessa ennen finanssikriisiä. Vuoden 2008 elokuuhun saakka maksuvalmiusjärjestelmän käyttö oli suurimmillaan vähimmäisvarantojen pitoajanjaksojen lopussa. Tämä johtuu keskiarvoistamisesta, jonka ansiosta luottolaitoksilla voi olla joinakin päivinä likviditeettivaje, kunhan ne keskimäärin täyttävät varantovelvoitteensa pitämällä vastaavasti likviditeettiylijäämää toisina päivinä. Varantovelvoitetta voi täyttää pitoajanjakson alussa etukäteen, tai sen täyttämisen voi jättää pitoajanjakson lopulle. Varantovelvoite on kuitenkin täytettävä pitoajanjakson viimeiseen päivään mennessä, sillä pitoajanjakson päätyttyä likviditeettivajetta ei enää voi kompensoida tulevilla likviditeettiylijää-

mällä (eikä päinvastoin). Kuviosta 4.5a näkyy, miten maksuvalmiusjärjestelmää tyypillisesti käytettiin finanssikriisin aikana. Selkein ero on talletusmahdollisuuden käytössä. Pankit tallettivat varansa mieluummin turvallisesti eurojärjestelmään kuin sijoittivat niitä markkinoille normaaliin tapaan. Markkinoiden toiminta oli siis häiriintynyt. Lisäksi pankeilla oli taipumus pyrkiä täyttämään varantovelvoitteensa hyvässä ajoin, joten talletusmahdollisuuden käyttö oli vähäisempää pitoajanjakson alkuvaiheessa ja lisääntyi loppua kohden.

4.6 KESKUSPANKKIRAOITUS JA PANKKIJÄRJESTELMÄN LIKVIDITEETTITARPEET

Eurojärjestelmä siis käyttää rahapolitiikan ohjausjärjestelmän välineitä ja menettelytapoja, kun se ohjaa korkoja, hallitsee rahamarkkinoiden likviditeettiä ja viestii rahapolitiikan mitoituksista. Euroalueen pankkijärjestelmä tarvitsee likviditeettiä: pankit tarvitsevat seteleitä, ja niiden on täytettävä varantovelvoitteensa. Normaalioloissa pankkijärjestelmällä on likviditeettivaje, joten se on riippuvainen eurojärjestelmältä saatavasta rahoituksesta. Toimiessaan likviditeetin tarjoajana eurojärjestelmä voi ohjata rahamarkkina-korkoja ja edistää rahapolitiikan välittymistä koko euroalueelle.

Eurojärjestelmän ja pankkijärjestelmän vuorovaikutusta voidaan tarkastella eurojärjestelmän konsolidoidun taseen avulla. Taulukossa 4.3 esitetään yksinkertaistetusti keskuspankkitaseen rakenne.

Vastaavaa-puolella pääerät (jälleenrahoitus luottolaitoksille, maksuvalmiusluotto ja ulkomaiset nettosaamiset) liittyvät likviditeettiä lisääviin ope-

Eurojärjestelmä likviditeetin tarjoajana

Eurojärjestelmän konsolidoitu tase

Vastaavaa-puoli

raatioihin. Jälleenrahoitus luottolaitoksille sisältää avoinna olevat likviditeettiä lisäävät avomarkkinaoperaatiot eli eurojärjestelmän tapauksessa ainakin perusrahoitusoperaatiot ja pitempi- aikaiset operaatiot. Myös mahdolliset hienosäätöoperaatiot ja rakenteelliset operaatiot kirjataan tähän erään. Maksuvalmiusluotto sisältää maksuvalmiusluottoon turvautuneille luottolaitoksille myönnetyn yön yli -rahoituksen. Ulkomaisiin nettosaamisiin kirjataan keskuspankin valuuttamääräiset saamiset vähennettynä valuuttamääräisillä veloilla.

letuksiksi kirjataan varannot, joita ne pitävät keskuspankeissa pankkien välisten maksujen selvitystä ja varantovelvoitteiden täyttämistä varten. Talletusmahdollisuus sisältää maksuvalmiusjärjestelmässä tehdyt yön yli -talletukset. Liikkeessä olevat setelit on yleensä suurin vastattavien erä, sillä siihen kirjataan keskuspankin luottolaitosten pyynnöstä liikkeeseen laskemien setelien arvo. Valtion talletuksiin kirjataan valtioiden sekkitilisaldot kansallisissa keskuspankeissa. Muut tekijät (netto) on tasapainoerä.

Vastattavaa- puoli

Vastattavaa-puolen viisi pääerää ovat luottolaitosten sekkitilitalletukset, talletusmahdollisuus, liikkeessä olevat setelit, valtion talletukset ja muut tekijät (netto). Luottolaitosten sekkitilital-

Kirjanpidossa taseen molempien puolen on vastattava toisiaan. Keskuspankkitoiminnan hahmottamiseksi taseen voi esittää myös kolmessa osassa (ks. taulukon 4.3 alareuna): keskuspankin luottolaitoksille nettomääräi-

Likviditeetin tarjonta ja kysyntä

Taulukko 4.3 Keskuspankin taseen rakenne	
Tyypillinen keskuspankkitase:	
Vastaavaa	Vastattavaa
Jälleenrahoitus luottolaitoksille	Luottolaitosten sekkitilitalletukset (varannot)
Maksuvalmiusluotto	Talletusmahdollisuus
Ulkomaiset nettosaamiset	Liikkeessä olevat setelit Valtion talletukset Muut tekijät (netto)
Voidaan rakentaa myös seuraavasti:	
Rahapoliittisissa operaatioissa jaettu likviditeetti	
jälleenrahoitus luottolaitoksille	
+ maksuvalmiusluotto	
– talletusmahdollisuus	
=	
Riippumattomat tekijät	
liikkeessä olevat setelit	
+ valtion talletukset	
– ulkomaiset nettosaamiset	
+ muut tekijät (netto)	
+	
Varannot	
luottolaitosten sekkitalletukset	

sesti jakama likviditeetti, riippumattomat tekijät ja luottolaitosten sekkitilitalletukset. Kun riippumattomat tekijät ja luottolaitosten sekkitilitalletukset (varannot) lasketaan yhteen, tuloksena on rahapoliittisissa operaatioissa jaettu likviditeetti. Samaan tulokseen päästään laskemalla taseessa yhteen jälleerahoitus luottolaitoksille ja maksuvalmiusluotto ja vähentämällä niistä talletusmahdollisuuden käyttö.

Riippumattomat tekijät vaikuttavat pankkisektorin likviditeettiin. Ne saadaan laskemalla yhteen liikkeessä olevat setelit ja valtion talletukset ja vähentämällä niistä ulkomaiset nettosaamiset. Tulokseen lisätään

muut tekijät (netto), joihin kirjataan muut rahamarkkinoiden likviditeettiin vaikuttavat riippumattomat tekijät. Riippumattomat tekijät eivät normaalilanteessa liity mitenkään rahapolitiikan välineiden käyttöön. Ulkomaisiin nettosaamisiin rahaviranomaiset voivat vaikuttaa, mutta nämäkään toimet eivät tavallisesti liity rahapoliittisiin operaatioihin (poikkeuksena valuuttaswapit, ks. kehikko 4.1). Liikkeessä oleviin seteleihin ja valtion talletuksiin rahaviranomaisilla ei ole vaikutusta.

Taulukosta 4.4 näkyy, miten eurojärjestelmän taseen pääerät käytännössä vaikuttivat pankkijärjestelmän likviditeettiin pitoajanjaksona 19.1.2011–

Pääerien vaikutus pankkijärjestelmän likviditeettiin

Taulukko 4.4 Vaikutus pankkijärjestelmän likviditeettiin			
(mrd. euroa; keskimääräiset päivittäiset kannat 19.1.2011–8.2.2011)			
	Likviditeettiä lisäävät	Likviditeettiä vähentävät	Netto-vaikutus
	Vastaavaa	Vastattavaa	
Eurojärjestelmän rahapolitiikka			
Perusrahoitusoperaatiot	185,4	–	+185,4
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	318,2	–	+318,2
Muut avomarkkinaoperaatiot ¹⁾	137,2	81,3	+55,9
Maksuvalmiusjärjestelmä	0,1	39,2	-39,2
Välisumma (a)	604,9	120,5	+520,4
Pankkijärjestelmän likviditeettiin vaikuttavat riippumattomat tekijät			
Liikkeessä olevat setelit	–	822	-822
Valtion talletukset eurojärjestelmässä	–	101,2	-101,2
Ulkomaiset nettosaamiset	549,7	–	+549,7
Muut tekijät (netto)	–	-66,7	+66,7
Välisumma (b)	549,7	856,5	-306,8
Luottolaitosten varannot eli niiden sekkitilitalletukset eurojärjestelmässä			
Varantovelvoite (c)			+212,3
Varantovelvoitteen ylittävät talletukset (d)			+1,3
Yhteensä (a + b = c + d)			+213,6

Lähde: EKP.

1) "Muut avomarkkinaoperaatiot" sisältää rahapoliittisista syistä hallussa pidetyt arvopaperit sekä valuuttamääräiset rahoitusoperaatiot, joilla vähennettiin likviditeettiä.

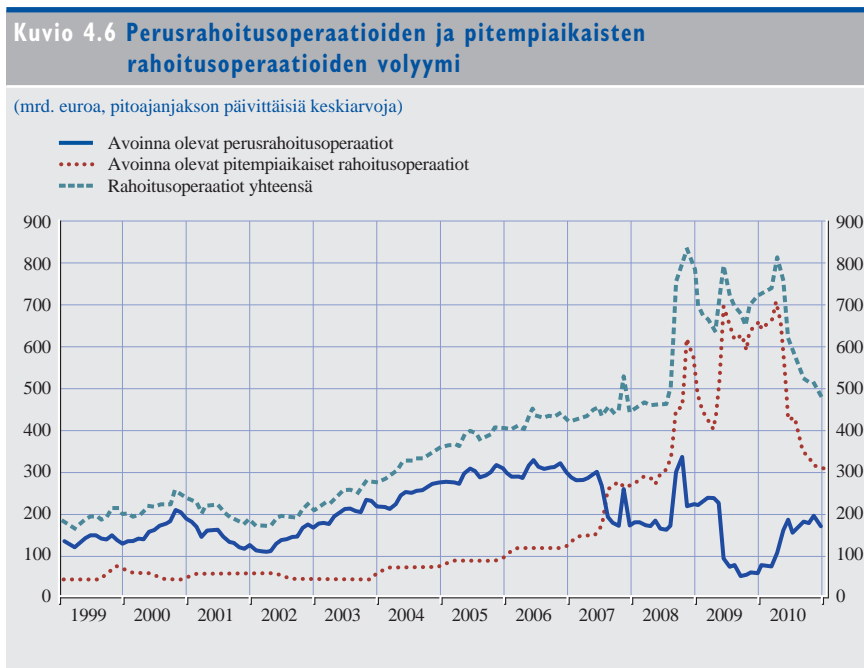
8.2.2011. Suurin osa likviditeetistä jaettiin perusrahoitusoperaatioissa ja pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa. Likviditeettiä lisättiin myös muilla operaatioilla, etenkin katettujen joukkolainojen osto-ohjelmalla ja velkapaaperiohjelmalla. Normaalioloissa maksuvalmiusjärjestelmän vaikutus pankkijärjestelmän likviditeettiin on vähäinen. Kun luotto-operaatioita on toteutettu kiinteällä korolla ja kaikki tarjoukset on hyväksytty täysimääräisesti, pankkijärjestelmälle on syntynyt likviditeettilyijäämä ja pankit ovat käyttäneet talletusmahdollisuutta tavallista enemmän.

Riippumattomista tekijöistä likviditeettiä vähentävät pääasiassa liikkeesä olevat setelit ja valtion talletukset eurojärjestelmässä (ks. taulukko 4.4). Liikkeessä olevat setelit vähentävät pankkijärjestelmän likviditeettiä, sillä saadakse seteleitä keskuspankilta luottolaitosten on otettava siltä lainaa.

Likviditeettiä taas lisäävät eurojärjestelmän ulkomaiset nettosaamiset, sillä ulkomaisten omaisuuserien ostaminen tuo pankkijärjestelmään likviditeettiä, mikä vähentää likviditeettiä lisäävien rahapoliittisten operaatioiden tarvetta. Varantovelvoitteiden likviditeettiä vähentävä vaikutus on samaa suuruusluokkaa kuin kaikkien riippumattomien tekijöiden yhteen laskettu vaikutus. Luottolaitoksilla saattaa lisäksi olla eurojärjestelmän sekkitileillä varantovelvoitteet ylittäviä talletuksia, mutta verrattuna varantovelvoitteisiin niiden suuruus on 0,5 prosentin luokkaa.

Kuvioissa 4.6 ja 4.7 kuvataan tärkeimpien likviditeettiä lisäävien ja vähentävien tekijöiden kehitystä tammikuusta 1999 tammikuuhun 2011. Syyskuuhun 2008 saakka suurin osa likviditeetistä jaettiin perusrahoitusoperaatioissa, jotka ovat tärkein rahapolitiikan väline. Kun kaikki rahoitusoperaatiot ruvettiin lokakuussa 2008 toteuttamaan

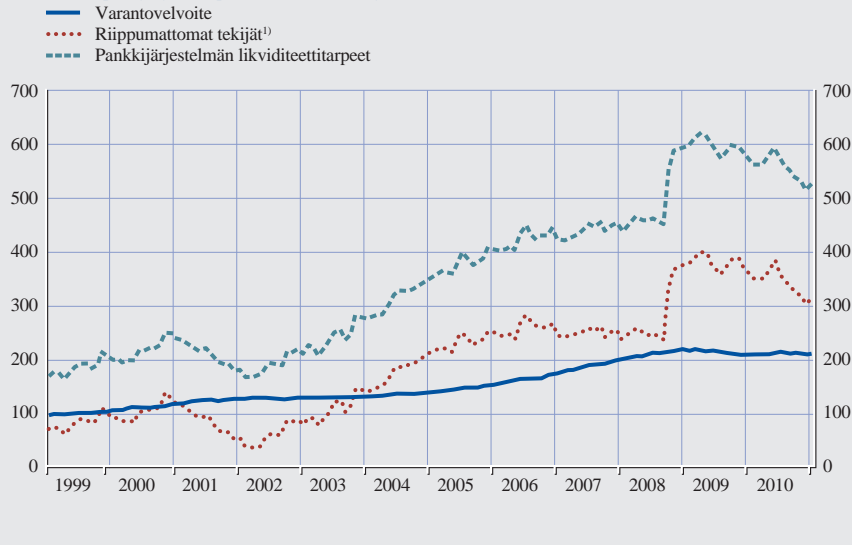
Likviditeettiä lisäävät tekijät



Lähde: EKP.

Kuvio 4.7 Varantovelvoite ja riippumattomat tekijät

(mrd. euroa, pitoajanjakson päivittäisiä keskiarvoja)



Lähde: EKP.

1) Riippumattomat tekijät saadaan vähentämällä liikkeessä olevista seteleistä, valtion talletuksista ja muista tekijöistä ulkomaiset saamiset.

kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti, vastapuolet alkoivat suosia pitempiä aikoja rahoitusoperaatioita. Tammikuun 2011 lopussa pitempiä aikoja rahoitusoperaatioiden volyyminä oli 310 miljardia euroa ja perusrahoitusoperaatioiden vain 172 miljardia euroa (ks. kuvio 4.6).

Likviditeettiä vähentävät tekijät

Vuoteen 2004 saakka yli puolet pankkijärjestelmän rakenteellisen keskuspankkirahoituksen tarpeesta johtui varantovelvoitteista (ks. kuvio 4.7). Vuodesta 2004 alkaen riippumattomien tekijöiden yhteenlaskettu likviditeettiä vähentävä vaikutus on kuitenkin ollut suurempi kuin varantovelvoitteiden, mikä johtuu pääasiassa eurosetelien määrän jatkuvasta kasvusta.

4.7 RAHAPOLITIikka TAMMIKUUSTA 1999 ALKAEN

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjauksjärjestelmä on toiminut hyvin talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alusta alkaen. EKP on yleensä voinut ohjailla likviditeettitilannetta ja lyhyitä korkoja melko kitkattomasti. Lyhyiden rahamarkkinakorkojen heilahtelu on keskimäärin ollut euroalueella kansainvälisesti katsoen vähäistä. Normaalioloissa heilahtelu pystyttiin pitämään vähäisenä vähimmäisvarantojärjestelmän (keskiarvoistamisen) sekä viikoittaisten avomarkkinaoperaatioiden avulla, eli hienosäätöoperaatioita tarvittiin hyvin vähän. Kun tilanne rahamarkkinoilla on vakaa, se tehostaa rahapolitiikan välittymistä talouteen. Vakauden taust-

Lyhyiden korkojen heilahtelu vähäistä

talla on luottamus EKP:n toimintakykyn ja likviditeetin hallintaan.

Normaalioloissa viestit rahapolitiikan mitoituksesta selkeitä

Normaalioloissa rahapolitiikan mitoitus ilmenee perusrahoitusoperaatioiden korossa. Tällainen viestintä on toiminut hyvin: ennen elokuuta 2008 huutokauppojen marginaalikorko oli lähellä minimitarjouskorkoa.

Joustava ohjausjärjestelmä

Ohjausjärjestelmän avulla eurojärjestelmä pystyy yhtäältä ohjaamaan likviditeettitilanteen kehitystä lyhyellä aikavälillä riittävän tarkasti ja toisaalta tarjoamaan luottolaitoksille pitkäaikaista likviditeettiä. Ohjausjärjestelmä tarjoaa eurojärjestelmän käyttöön monenlaisia toimia viikoittaisista perusrahoitusoperaatioista ja kuukausittaisista pitempiaikaisista rahoitusoperaatioista alkaen. Suuria muutoksia ei ole tarvittu edes poikkeustilanteissa, vaan järjestelmä on selviytynyt joustavasti esimerkiksi vuoden 2000 vaihteesta, syyskuun 11. päivän terroristi-iskujen vaikutuksista vuonna 2001 sekä vuoden 2007 elokuussa alkaneista häiriöistä rahoitusmarkkinoilla ja niitä seuranneesta finanssikriisistä (ks. kehikko 5.1).

Jännitteiden kiristyttyä rahoitusmarkkinoilla osallistumista rahoitusoperaatioihin helpotti se, että säännöllisiin rahoitusoperaatioihin hyväksytään laaja joukko erilaisia vastapuolia. Lyhyitä rahamarkkinakorkoja on pystytty ohjaamaan yön yli -hienosäätöoperaatioilla. Häiriöiden alkaessa 9.8.2007 EKP jakoi euroalueen pankeille vakuudellisina yön yli -luottoina 95 miljardia euroa silloisella perusrahoitusoperaatioiden korolla, jotta lyhyiden rahamarkkinakorkojen kehitykseen liittyvät jännitteet hellittäisivät. Alkuun eurojärjestelmä tarjosi ylimääräistä likviditeettiä pitoajanjakson kuluessa, jotta pankit pystyivät täyttämään varantovelvoitteensa jo pitoajanjakson alkuvaiheessa eikä niiden tarvinnut pitää niin suuria varantoja enää jakson loppupuolella. Lisäksi eurojärjestelmä alkoi tarjota enemmän likviditeettiä pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kautta eli toteuttaa ylimääräisiä rahoitusoperaatioita kolmen ja kuuden kuukauden maturiteeteilla. Finanssikriisin edetessä näitä operaatioita alettiin toteuttaa myös 12 kuukauden maturiteetilla.

5 RAHAPOLITIIKAN HARJOITTAMINEN VUODESTA 1999 LÄHTIEN

Tässä luvussa kuvataan euroalueen rahapolitiikkaa vuodesta 1999 lähtien. Ajanjakso on ollut haastava, sillä euroaluetta on kohdannut joukko eri luonteisia, eri laajuisia ja eri mittaisia talouden ja rahoitusmarkkinoiden sokkeja. EKP:n neuvoston rahapolitiittisten päätösten selkeänä tavoitteena on koko ajan ollut säilyttää hintavakaus keskipitkällä aikavälillä.

5.1 JOHDANTO

Ensisijainen tavoite hintavakauden säilyttäminen keskipitkällä aikavälillä

EMUn kolmannen vaiheen alusta eli vuodesta 1999 lähtien euroalueen rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on ollut ylläpitää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. EKP:n neuvoston arviot euroalueen hintavakautta uhkaavista riskeistä ovat aina perustuneet EKP:n rahapolitiikan strategiassa määriteltyihin periaatteisiin, joiden mukaan EKP analysoi kattavasti euroalueen talouden ja rahatalouden kehitystä (ks. luku 3).

EKP:n neuvosto kokoontuu säännöllisesti arvioimaan rahapolitiikan mitoitusta

Rahaliiton ensimmäisinä vuosina EKP:n neuvosto arvioi rahapolitiikan mitoitusta joka toinen viikko pidetyissä kokouksissa. Marraskuussa 2001 EKP:n neuvosto kuitenkin päätti, että se

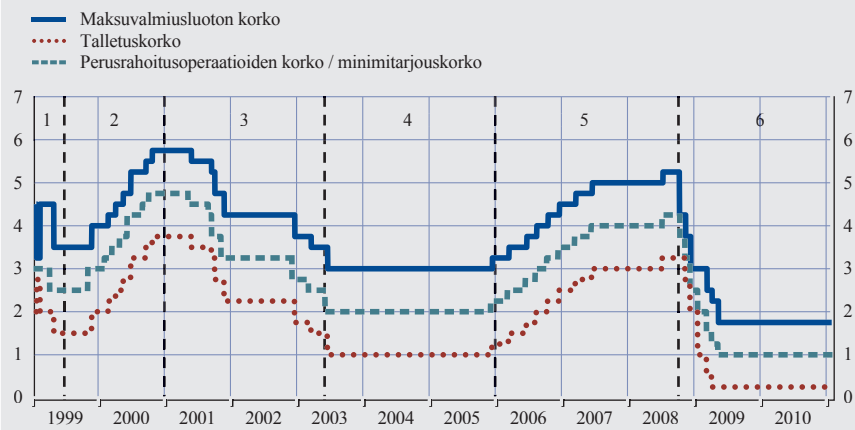
arvioisi vastedes rahapolitiikan mitoitusta pääsääntöisesti vain kunkin kuukauden ensimmäisessä kokouksessa. Myös korkopäätökset tehtäisiin yleensä kuukauden ensimmäisessä kokouksessa. Kuukauden toisessa kokouksessa EKP:n neuvosto käsittelee EKP:n ja eurojärjestelmän muihin tehtäviin liittyviä asioita.

EKP:n ohjauskorkojen kehityksessä on havaittavissa kuusi melko selkeää kautta (ks. kuvio 5.1). Seuraavassa osiossa kerrotaan, millaiset seikat vaikuttivat yhteisen rahapolitiikan harjoittamiseen kussakin vaiheessa. Ensimmäisenä kautena eli rahaliittoon siirryttäessä hintavakauteen kohdistui inflaation hidastumisen riskejä, joten EKP:n neuvosto

Rahapolitiikan harjoittamisessa kuusi selkeää kautta: 1) rahaliittoon siirtyminen vuoden 1999 puolelle saakka

Kuvio 5.1 EKP:n ohjauskorkojen kuusi vaihetta

(vuotuinen prosenttimuutos, päivittäisiä tietoja)



Lähde: EKP.

laski EKP:n perusrahoitusoperaatioiden korkoa 50 peruspistettä 2,5 prosenttiin huhtikuussa 1999.

2) vuoden 1999 puolivälistä vuoden 2000 loppuun

Vuoden 1999 puolivälistä vuoden 2000 loppuun vahva talouskasvu, tuontihintojen nousu ja rahan määrän nopea kasvu aiheuttivat inflaatiopaineita. Niiden hillitsemiseksi EKP:n neuvosto nosti ohjauskorkoja marraskuun 1999 ja lokakuun 2000 välisenä aikana yhteensä 225 peruspistettä. Lokakuussa 2000 perusrahoitusoperaatioiden korko nousi jo 4,75 prosenttiin.

3) vuoden 2001 alusta vuoden 2003 puoliväliin

Vuoden 2011 alusta vuoden 2003 puoliväliin inflaatiopaineet vähenivät hitaan talouskasvun, rahoitusmarkkinoilla tapahtuneen huomattavan sopeutuksen ja geopoliittisten jännitteiden vuoksi. Niin ollen EKP:n neuvosto laski ohjauskorkoja toukokuun 2001 ja kesäkuun 2003 välisenä aikana yhteensä 275 peruspistettä. Perusrahoitusoperaatioiden korko laski siis 2 prosenttiin.

4) vuoden 2003 puolivälistä vuoden 2005 loppuun

Vuoden 2003 puolivälistä vuoden 2005 loppuun hintapaineet olivat maltillisia, ja EKP:n neuvosto piti EKP:n ohjauskorot ennallaan joulukuuhun 2005 asti.

5) vuoden 2005 lopusta kesään 2008

Vuoden 2005 lopusta vuoden 2008 kesään inflaatio nopeutui talouskasvun ollessa vankkaa ja rahan määrän ja luotonannon kasvaessa nopeasti euroalueella. Kasvua tukevaa rahapolitiikkaa alettiin siis kiristää asteittain. Koska hintavakautteen kohdistui vuoden 2008 puoliväliin asti inflaatiopaineita, EKP:n neuvosto nosti EKP:n ohjauskorkoja yhteensä 225 peruspistettä. Heinäkuussa 2008 perusrahoitusoperaatioiden korko oli 4,25 %.

6) syksystä 2008 eteenpäin

Vuoden 2008 syksystä alkaneena kaudena inflaatiopaineet olivat vaihtelevia, sillä rahoitusmarkkinoiden

jännitteet olivat heikentäneet talousnäköyksiä ja vähentäneet merkittävästi hintavakautta uhkaavia inflaation kiihtymisen riskejä. Näin ollen EKP:n neuvosto laski perusrahoitusoperaatioiden korkoa nopeasti: korkoa laskettiin lokakuun 2008 ja toukokuun 2009 välisenä aikana 325 peruspistettä aina 1 prosenttiin. Lisäksi EKP:n neuvosto otti käyttöön useita väliaikaisia epätavanomaisia toimia, joita kutsutaan myös tehostetuksi luotonannon tukemiseksi, ja käynnisti ns. velkapaperiohjelman (Securities Markets Programme).

5.2 KEHITYS PÄÄPIIRTEISSÄÄN

1. Rahaliitton siirtyminen (vuoden 1998 puolivälistä vuoden 1999 puoliväliin)

EMUn kolmanteen vaiheeseen johtanut lähentymisprosessi saatiin päätökseen, kun vastuu euroalueen rahapolitiikasta siirtyi EKP:lle 1.1.1999. Euroalueen maat olivat saavuttaneet hintavakauden, joten korkotaso oli alhainen EKP:n neuvoston aloittaessa rahoitusoperaatioiden toteuttamisen. Ensimmäiseksi perusrahoitusoperaatioiden koroksi asetettiin 3 %, maksuvalmiusluoton koroksi 4,5 % ja talletuskoroksi 2 %. Korot julkistettiin 22.12.1998. Euroalueeseen heti sen perustamisen yhteydessä liittyneiden maiden kansalliset keskuspankit olivat tätä ennen yhteisesti laskeneet ohjauskorkojaan 3.12.1998.

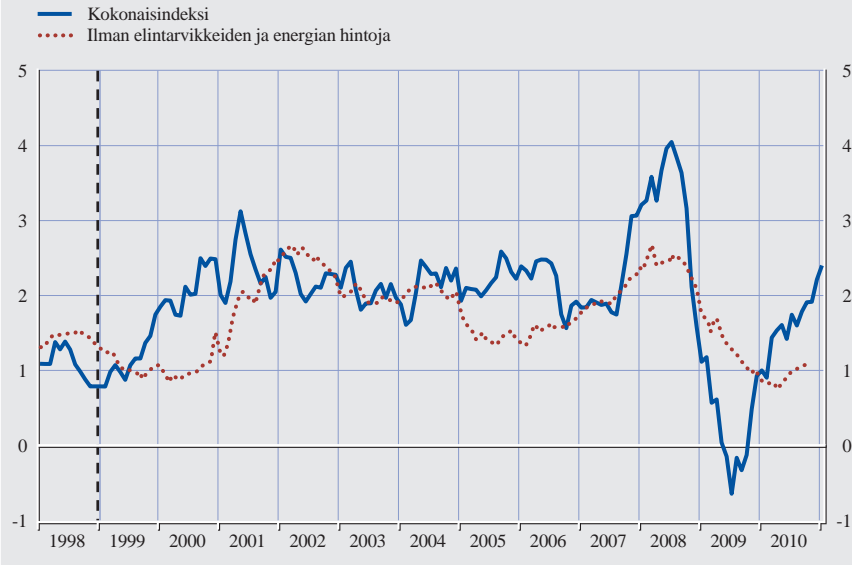
Vuoden 1999 alussa esiintyi inflaation hidastumisen riskejä. Niiden taustalla oli joukko tekijöitä, jotka olivat vaikuttaneet maiden talouskehitykseen jo ennen euroalueeseen liittymistä. YKHI-inflaatiovauhti oli alle 1 prosentin (ks. kuvio 5.2), mikä johtui osin öljyn hinnan merkittävästä laskusta (ks. kuvio 5.3) ja palvelusektorin sääntelyn purkamisesta. Samalla

Vastuu rahapolitiikasta siirtyi EKP:lle

EKP laski ohjauskorkoja vuoden 1999 alussa inflaation hidastumisen riskien vuoksi

Kuvio 5.2 YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



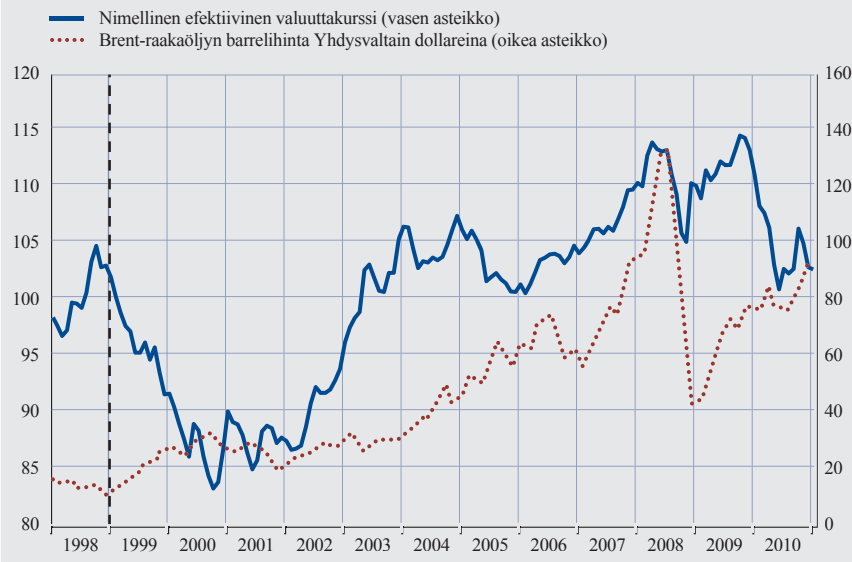
Lähde: Eurostat

ilmeni talouskasvun heikkenemisen riskejä. Syynä olivat vuoden 1997 lopun Aasian kriisistä johtunut heikko

ulkomainen kysyntä sekä luottamuksen heikkeneminen Venäjän talouskriisin kesällä 1998 aiheuttamien rahoitus-

Kuvio 5.3 Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi ja öljyn hinta

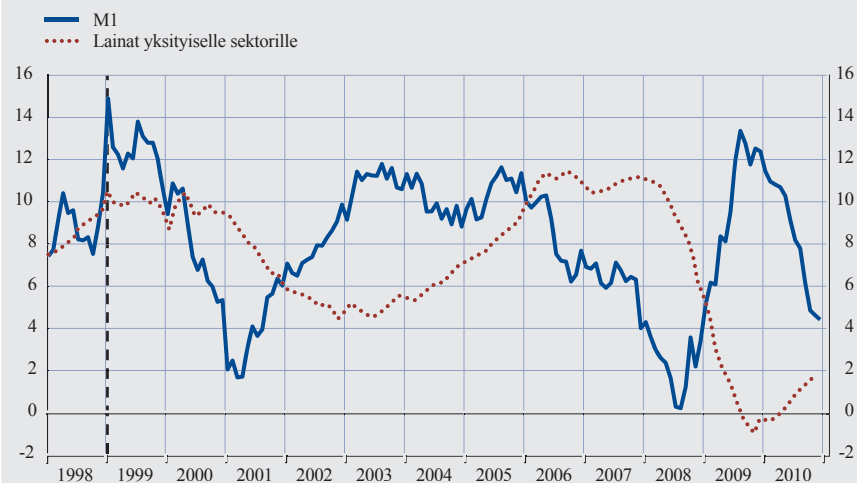
(kuukauden keskiarvoja; 1/1999 = 100)



Lähteet: EKP ja Thomson Reuters.

Kuvio 5.4 M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos)



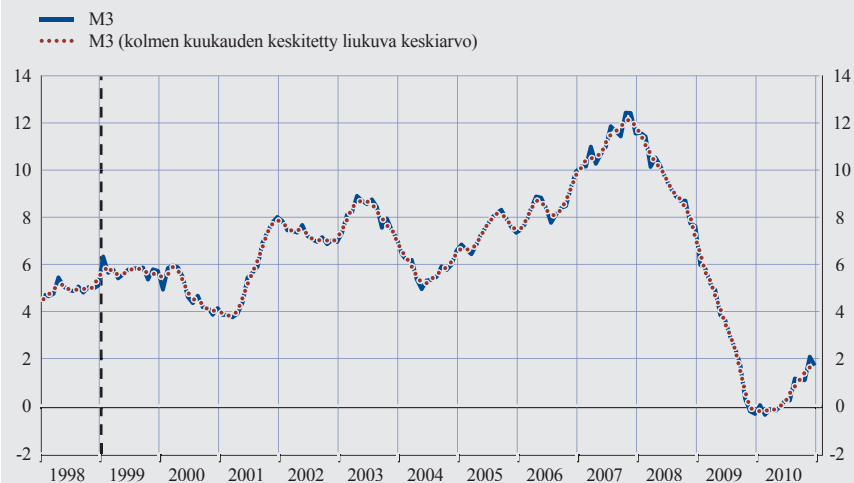
Lähde: EKP.

markkinahäiriöiden jälkeen. Rahan määrän kehitykseen ei uskottu liittyvän hintavakautta uhkaavia inflaation kiihtymisen riskejä keskipitkällä aikavälillä (ks. kuviot 5.4 ja 5.5). Hintavakautta

uhkaavien riskien painottuessa inflaation hidastumisen suuntaan EKP:n ohjauksorkoja eli eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden kiinteää korkoa, maksuvalmiusluoton korkoa ja

Kuvio 5.5 M3:n kasvu

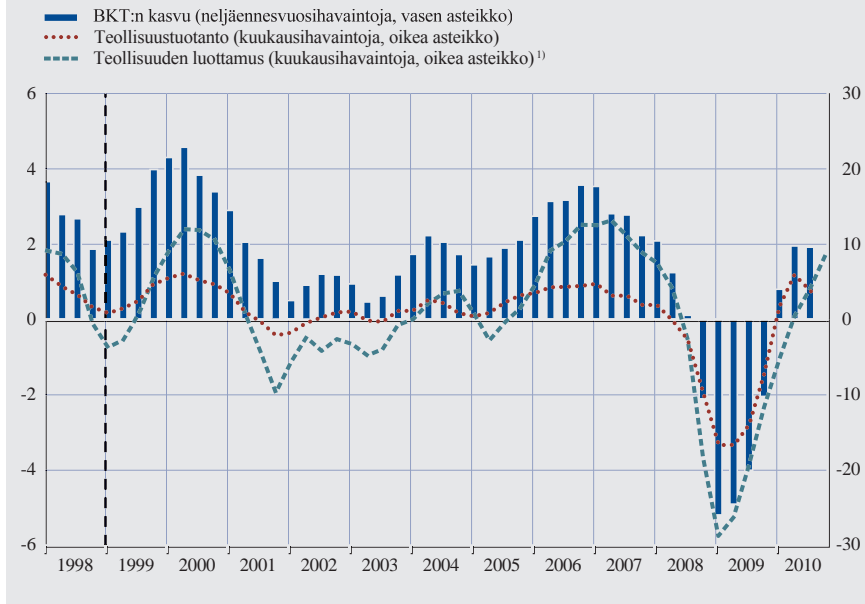
(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Kuvio 5.6 BKT, teollisuustuotanto ja teollisuuden luottamus euroalueella

(teollisuustuotannon ja BKT:n vuotuinen prosenttimuutos, teollisuuden luottamuksen saldoluku)



Lähteet: Eurostat ja Euroopan komission suhdannekyselyt.

1) Poikkeama tammikuusta 1985 alkaen lasketusta keskiarvosta.

talletuskorkoa laskettiin 50 peruspistettä 8.4.1999. Tämän jälkeen eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko oli 2,5 %.

2. Korkoja nostetaan inflaatiopaineiden hillitsemiseksi (vuoden 1999 puolivälistä vuoden 2000 loppuun)

Taluskasvu oli nopeaa (ks. kuvio 5.6), euron valuuttakurssi heikkeni (ks. kuvio 5.3) ja rahan määrän kasvu jatkui, minkä seurauksena inflaatiopaineet lisääntyivät vähitellen. Huolena oli erityisesti, että tuontihintojen aiheuttamat inflaatiopaineet saattaisivat aiheuttaa laajoja kerrannaisvaikutuksia palkka- ja hintapäätöksiin ja lisätä suuren yleisen pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia. Huolta aiheutti myös se, että likviditeettiä oli vähitellen kertynyt runsaasti rahan mää-

rän ja luotonannon kasvettua jo pitkään. Näiden syiden vuoksi EKP:n neuvosto nosti ohjauskorkoja yhteensä 225 peruspistettä marraskuun 1999 ja lokakuun 2000 välisenä aikana. Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko nousi näin ollen 4,75 prosenttiin lokakuussa 2000.

3. EKP:n ohjauskorkoja lasketaan (vuoden 2001 alusta vuoden 2003 puoliväliin)

Ajanjaksona vuoden 2001 alusta vuoden 2003 kesään EKP:n neuvosto laski EKP:n ohjauskorkoja yhteensä 275 peruspistettä. Perusrahoitusoperaatioiden korko laski 2 prosenttiin kesäkuussa 2003. Korkoja laskettiin, koska inflaatiopaineet olivat jatkuvasti vaimentuneet pääasiassa heikentyneiden talousnäkymien vuoksi.

EKP nosti ohjauskorkoja asteittain vuoden 1999 lopusta vuoden 2000 loppuun

EKP laski ohjauskorkoja hintapaineiden vähentymisen vuoksi vuoden 2011 alusta vuoden 2003 puoliväliin asti...

Kuvio 5.7 Pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia kuvaavat indikaattorit euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Thomson Reuters, EuroMTS, Consensus Economics ja EKP.

- 1) Consensus Economicsin kysely merkittävien rahoitusmarkkinoita ja taluskehitystä seuraavien ennustelaitosten keskuudessa.
- 2) EKP:n Survey of Professional Forecasters seuraa erilaisia muuttujia eri ajanjaksoilla. Kyselytutkimukseen osallistuu asiantuntijoita Euroopan unionin alueella toimivista ennustelaitoksista.
- 3) Tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti kuvaa keskimääräisiä inflaatio-odotuksia tietyn ajan kuluttua. Vuodesta 2004 alkaen tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti on arvioitu euroalueella valtion joukkolainojen nimellis- ja reaaliuotokäyrien pohjalta maturiteettien pysyessä vakiona. Ennen vuotta 2004 se laskettiin erona tavallisen joukkolainan nimellistuoton ja inflaatioisidonnanaisen joukkolainan reaaliuoton välillä, kun molemmilla oli sama maturiteetti ja liikkeeseenlaskija.
- 4) Tammikuusta 1999 lokakuuhun 2001 Ranskan kymmenen vuoden tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti ja marraskuusta 2001 lokakuuhun 2010 euroalueen kymmenen vuoden tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti.

Talusunäkymien heikkeneminen johtui lukuisista maailmantaloutta ja kansainvälisiä rahoitusmarkkinoita koetelleista sokeista. Erityisesti Yhdysvalloissa 11.9.2001 tehtyjen terrori-iskujen jälkeen epävarmuus kasvoi ja luottamus heikkeni ympäri maailmaa. Oli olemassa vaara, että terrori-iskut heikentäisivät taluskehitystä entisestään ja aiheuttaisivat häiriötä rahoitusmarkkinoilla.

Syyskuussa 2001 tehdyt terrori-iskut aiheuttivat suurta epävarmuutta, minkä

vuoksi rahan määrän nopeaa kasvua ei pidetty merkinä hintavakautta keskipitkällä aikavälillä uhkaavista inflaation kiihtymisen riskeistä. Katsottiin, että rahoitusmarkkinoiden suuret heilahtelut saivat monet sijoittajat siirtämään sijoituksiaan riskipitoisista rahoitusvaroista monetaarisiin varoihin eli likvideihin ja turvallisempina pidettyihin lyhytaikaisiin omaisuuseriin. Lisäksi yksityiselle sektorille – erityisesti yrityksille – myönnettyjen lainojen kasvu hidastui entisestään, koska taluskehitys oli vaimeaa.

...ja epävarmuus kasvatti likvidien varojen kysyntää

4. EKP:n ohjauskorot pysyvät muuttumattomina (vuoden 2003 puolivälistä vuoden 2005 loppuun)

EKP:n neuvosto piti EKP:n ohjauskorot ennallaan vuoden 2005 loppuun asti maltillisten hintapaineiden vuoksi

EKP piti ohjauskorot ennallaan vuoden 2003 puolivälistä vuoden 2005 loppuun saakka, sillä hintapaineet olivat maltillisia. Euroalueen inflaatiopaineet säilyivät maltillisina koko jakson ajan huolimatta raaka-aineiden ja energian hintojen voimakkaasta noususta sekä hallinnollisesti säänneltyjen hintojen ja välillisten verojen korotuksista. Euroalueen talouden elpyminen oli verrattain vaatimatonta ja nopeutui vain asteittain. Talous alkoi elpyä vuoden 2003 jälkipuoliskolla, kun maailmantalouden piristyminen lisäsi vientiä, ja elpyminen jatkui vuosina 2004 ja 2005 erittäin suosiollisten rahoitusolojen ansiosta. Rahatalouden analyysistä saadut tiedot vahvistivat, että epävarmuus ja riskien välttely vähenivät asteittain, mikä näkyi myös likvideihin varoihin tehtyjen sijoitusten purkamisena. Rahan määrän kasvu siis hidastui vuonna 2003 ja vuoden 2004 alussa, mutta vuoden 2004 puolivälissä se alkoi jälleen nopeutua.

5. Rahapolitiikkaa tiukennetaan (vuoden 2005 lopusta vuoden 2008 puoliväliin)

Rahapolitiikan mitoitusta tiukennettiin asteittain vuoden 2005 lopusta kesään 2008...

Joulukuun 2005 ja heinäkuun 2008 välisenä aikana EKP:n neuvosto nosti ohjauskorkoja yhteensä 225 peruspisteellä, ja heinäkuussa 2008 perusrahoitusoperaatioiden korko oli 4,25 %. Kasvua tukenutta rahapolitiikan mitoitusta oli perusteltua tiukentaa, jotta vakaasta talouskasvusta sekä rahan ja luottojen tarjonnan nopeasta kasvusta johtuvia hintavakautta uhkaavia inflaation kiihtymisen riskejä voitiin hillitä euroalueella.

...rahatalouden analyysistä saattujen tietojen perusteella...

Kun rahapolitiikkaa ryhdyttiin tiukentamaan, nimenomaan rahatalouden analyysistä saatiin viitteitä hintavakautta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä uhkaavista inflaation kiihtymisen riskeistä. Luotonannon kasvu oli ollut vankkaa vuoden 2004 puolivälistä lähtien, kun euroalueen erittäin alhaiset korot ja myöhemmässä vaiheessa euroalueen talouskehityksen vauhdittuminen edistivät luotonantoa. Rahan määrä kasvoi nopeasti, mikä lisäsi likviditeetin jo ennestäänkin suurta määrää euroalueella.

Taloudellisesta analyysistä saatiin aluksi epäyhtenäisempiä tietoja. Euroalueen talouskasvu kuitenkin nopeutui vuoden 2006 alkupuoliskolla. Se kävi asteittain yhä laaja-alaisemmaksi ja alkoi edetä omalla painollaan, ja sitä vauhditti pääasiassa euroalueen sisäinen kysyntä.

Vuotuinen inflaatiovauhti nopeutui huomattavasti vuoden 2007 jälkipuoliskolla öljyn ja elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintojen merkittävän nousun vuoksi, ja nopeutuminen jatkui vuoden 2008 alkupuoliskolla. Vuosien 2007 ja 2008 vaihteessa inflaatiovauhti oli jo reilusti yli 2 %. Hintasokeista huolimatta palkkojen kehitys säilyi varsin maltillisena, ja keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset pysyivät hintavakaustavoitteen mukaisina. Vuoden 2008 alkupuoliskolla hintavakauteen kuitenkin kohdistui edelleen selviä inflaation kiihtymisen riskejä keskipitkällä aikavälillä. Inflaatio olisi voinut nopeutua huomattavasti etenkin, jos raaka-aineiden hintojen noususta ja kokonaisinflaation kiihtymisestä olisi aiheutunut kerrannaisvaikutuksia palkka- ja hintapäästöksiin.

Rahan määrän ja luotonannon kasvu jatkui hyvin nopeana koko ajanjakson ajan. Sitä tuki yksityisen sektorin lainakannan jatkuva vahva kasvu, joka lisäsi jo ennestään runsasta likviditeettiä.

...kunnes talouden elpyminen nopeutui

Inflaation kiihtymisen riskejä esiintyi vuoden 2008 puoliväliin asti...

...kuten rahatalouden analyysistä saadut tiedot osoittivat

EKP ryhtyi toimiin lievittääkseen rahoitusmarkkinoilla ilmenneitä jännitteitä vuonna 2007 ja vuoden 2008 alkupuoliskolla

Kun rahoitusmarkkinoilla ilmeni ensimmäisen kerran jännitteitä elokuussa 2007, EKP ryhtyi nopeasti ja päättäväisesti toimiin välttääkseen häiriötä pankkien välisillä markkinoilla. Se tarjosi pankeille hienosäätöoperaatioissa käytännössä rajoittamatonta yli yön -rahoitusta. Lisäksi rahoituslaitoksille jaettiin likviditeettiä etupainotteisesti eli valtaosa likviditeetistä pyrittiin jakamaan pitoajanjakson alussa. Seuraavina kuukausina myös luotiin muiden keskuspankkien kanssa tilapäisiä valuutanvaihtojärjestelyjä (swapjärjestelyjä), joilla pyrittiin ennen kaikkea hillitsemään voimistuvia paineita Yhdysvaltain dollarin määräisen lyhytaikaisen rahoituksen markkinoilla. Toimien ansiosta euroalueen rahamarkkinoiden jännitteet vähenivät huomattavasti lyhyissä maturiteeteissa (eurojärjestelmän käyttöön ottamista epätavanomaisista toimista kerrotaan tarkemmin kehikossa 5.1).

6. EKP:n toimet finanssikriisin aikana (elokuusta 2008 lähtien)

Rahoitusmarkkinoiden epävakaus kärjistyi kriisiksi syksyllä 2008

Kun yhdysvaltalainen investointipankki Lehman Brothers ajautui konkurssiin 15.9.2008, rahoitusmarkkinoiden epävakaus kärjistyi maailmanlaajuiseksi rahoitus- ja talouskriisiksi. Epävarmuus suurten pankkien taloudellisesta tilasta kasvoi ympäri maailmaa, mikä johdatti toiminnan tyrehtymiseen lukuisilla rahoitusmarkkinalohkoilla. Kriisi alkoi levitä myös reaalityouteen, minkä seurauksena taloustilanne heikkeni nopeasti ja yhtäaikaaisesti useimmissa suurissa talouksissa ja maailmankauppa romahdetti.

EKP reagoi kriisiin sekä tavanomaisilla että epätavanomaisilla toimilla

EKP laski muiden suurten keskuspankkien tavoin ohjauskorkonsa historiallisen alhaisiksi ja ryhtyi toteuttamaan useita epätavanomaisia rahapoliittisia toimia, joiden tavoitteena oli säilyttää hintavakaus, vakauttaa rahoitusjärjes-

telmää ja ehkäistä häiriöiden leviämistä reaalityouteen.

EKP laski ensin tavanomaisena rahapoliittisena toimenä ohjauskorkojaan 50 peruspistettä 8.10.2008 yhteistoiminnassa eräiden muiden suurten keskuspankkien eli Englannin pankin sekä Kanadan, Yhdysvaltain, Ruotsin ja Sveitsin keskuspankkien kanssa. Myöhemmin EKP:n neuvosto laski ohjauskorkoja vielä lisää ottaen huomioon heikentyneet talousnäkyvät ja hintavakautta keskipitkällä aikavälillä uhkaavien inflaation kiihtymisen riskien merkittävän pienenemisen. Perusrahoitusoperaatioiden korkoa laskettiin seitsemän kuukauden kuluessa (lokakuusta 2008 toukokuuhun 2009) yhteensä 325 peruspistettä aina 1 prosenttiin (ks. kuvio 5.1).

EKP:n neuvosto otti myös käyttöön lukuisia epätavanomaisia rahapoliittisia toimia, jotka oli laadittu tilapäisiksi ja vaarantamatta EKP:n ensisijaista tavoitetta eli hintavakautta. Näin voitiin tukea rahoitusoloja ja euroalueen talouden luotonsaantia tehokkaammin kuin vain ohjauskorkoja laskemalla. Mikäli EKP ei olisi reagoinut rahoituslaitosten jatkuviin rahoituksenhankintaongelmiin epätavanomaisilla toimilla, ohjauskorkojen muutosten teho olisi voinut kärsiä merkittävästi. Epätavanomaisia toimia kutsutaan myös tehostetuksi luotonannon tukemiseksi. Tärkeimmistä toimenpiteistä kerrotaan kehikossa 5.1.

Vuoden 2009 kuluessa tilanne rahoitusmarkkinoilla parani hieman, joskin ilmassa oli yhä epävarmuutta. Epätavanomaisten toimien purkamiseksi laaditun strategian (ks. osa 3.8) mukaisesti EKP:n neuvosto alkoi joulukuussa 2009 valmistautua luopumaan vaihteittain tarpeettomiksi

EKP:n ohjauskorot laskettiin historiallisen alhaisiksi...

...ja epätavanomaisia rahapoliittisia toimia otettiin käyttöön koronmuutosten välittymisen ja luotonannon tukemiseksi

Osa epätavanomaisista toimista päättyi vuoden 2009 lopussa

Kehikko 5.1 Eurojärjestelmän epätavanomaiset toimet elokuusta 2007 lähtien

Rahoitusmarkkinoiden jännitteistä elokuussa 2007 alkanut maailmanlaajuinen finanssi-
kriisi ja sitä seurannut talouden taantuma ovat vaatineet ennennäkemättömiä toimia mm.
rahapolitiikan alalla. Tässä kehikossa kuvataan eurojärjestelmän finanssikriisin aikana
toteuttamia epätavanomaisia rahapolitiittisia toimia, joiden tarkoituksena on ollut tukea
korkopäätösten tehokasta välittymistä talouteen.

Finanssikriisin voimakkuutta voidaan mitata useiden indikaattorien avulla. Eräs kuvaava
indikaattori on kolmen kuukauden euriborkoron ja yön yli -indeksiswapkoron välinen ero
(ks. kuvio 5.8). Ennen elokuuta 2007 ero oli harvoin muutamaa peruspistettä suurempi,
mutta se kasvoi huomattavan suureksi finanssikriisin eri vaiheissa.

Kaikki rahoitusmarkkinoiden jännitteiden aikana toteutetut epätavanomaiset rahapolitiittiset
toimet ovat olleet sopusoinnussa EKP:n ensisijaisen tehtävän eli hintavakauden ylläpi-
tämisen kanssa, ja ne on suunniteltu luonteeltaan tilapäisiksi. Eurojärjestelmän käyttöön
ottamat epätavanomaiset toimet ovat kohdistuneet pääasiassa pankkeihin, sillä pankki-
sektorilla on keskeinen asema rahapolitiikan välittymisessä ja talouden rahoituslähteenä
euroalueella (verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltoihin). Monissa epätavanomaisissa toimissa
on hyödynnetty eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmän luontaista joustavuutta.
Epätavanomaiset toimet, jotka otettiin käyttöön rahoitusmarkkinoiden häiriöiden kärjisty-
tyä kriisiksi, käsittävät tehostetun luotonannon tukemisen ja velkapaperiohjelman.

I. TEHOSTETTU LUOTONANNON TUKEMINEN

Investointipankki Lehman Brothersin ajaututtua konkurssiin Yhdysvalloissa 15.9.2008
rahamarkkinat lakkasivat käytännössä toimimasta. Mikäli tilannetta ei olisi ratkaistu,
monien pankkien jälleenrahoitus olisi hankaloitunut kohtuuttomasti. Tällöin luottolai-

Kuvio 5.8 Kolmen kuukauden euriborkoron ja yön yli -indeksiswapkoron välinen ero

(peruspisteinä)



Lähteet: Bloomberg, Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Indeksiswapkorko on kiinteä korko, jonka pankit ovat valmiit maksamaan, jotta niille maksettaisiin keskimääräistä yön yli -korkoa swapsopimuksen ajalta. Luotto- ja likvideettipremio on yhtä vähäinen kuin yön yli -korossa, eli likvideetti- ja luottoriskin muutokset eivät juuri vaikuta siihen, toisin kuin euriborkorkoon.

tokset olisivat saattaneet vähentää velkarahoitteisia positioitaan suurissa määrin ja hallitsemattomasti, minkä seuraukset reaalitaloudelle ja hintavakaudelle olisivat voineet olla vakavia. EKP:n tehostettu luotonannon tukeminen koostuu useista epätavanomaisista toimista, joilla tuetaan rahoitusoloja ja luotonantoa tehokkaammin kuin mitä pelkällä EKP:n ohjauskoron laskulla voitaisiin saavuttaa. Toimet otettiin käyttöön lokakuussa 2008, ja niitä täydennettiin toukokuussa 2009. Epätavanomaiset toimet keskittyvät euroalueen rahoitusjärjestelmän rakenteen mukaisesti ensisijaisesti pankkeihin, ja ne auttavat normalisoimaan rahamarkkinoiden toimintaa.

Rahoitusoperaatioiden maturiteettien pidentäminen

Eurojärjestelmän pitempiäaikaisissa rahoitusoperaatioissa jakaman likviditeetin määrä oli jo kasvanut EKP:n päätettyä ottaa käyttöön ylimääräisiä kolmen ja kuuden kuukauden rahoitusoperaatioita rahoitusmarkkinoiden häiriöiden aikana. Lehman Brothersin konkurssin jälkeen pitempiäaikaisen rahoitusoperaatioiden enimmäismaturiteetti pidennettiin tilapäisesti kahteentoista kuukauteen. Eurojärjestelmä siis toimi yhä voimakkaammin rahoituksen välittäjänä ja pyrki siten hälventämään euroalueen pankkijärjestelmän erityisesti pitempiäaikaisen rahoituksen saantiin liittyviä huolia. Odotuksena oli, että epävarmuuden vähentyminen ja pitempiäaikaisen likviditeetin saatavuus rohkaisisivat pankkeja jatkamaan luotonantoa taloudelle. Toimien odotettiin myös edistävän rahamarkkinakorkojen pysymistä alhaisina.

Kiinteäkorkoiset operaatiot, joissa rajoittamaton likviditeetin tarjonta

Finanssikriisin aikana päätettiin myös toteuttaa kaikki perusrahoitusoperaatiot kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. Toisin kuin normaalisti, vastapuoliksi hyväksytyt euroalueen rahoituslaitokset saivat lainata keskuspankilta rajoittamattomasti likviditeettiä perusrahoitusoperaatioiden korolla, mikäli ne pystyivät toimittamaan riittävästi vakuuksia.

Valuutanvaihtojärjestelyt (swapjärjestelyt)

Eurojärjestelmä on jakanut finanssikriisin aikana likviditeettiä tilapäisesti myös ulkomaan valuutan – erityisesti Yhdysvaltain dollarin – määräisenä ja erilaisilla maturiteeteilla. Eurojärjestelmän ja Yhdysvaltain keskuspankin keskinäisten valuutanvaihtojärjestelyjen ansiosta eurojärjestelmä pystyi jakamaan pankeille Yhdysvaltain dollarin määräistä likviditeettiä hyväksyttäviä vakuuksia vastaan. Dollarimääräistä rahoitusta jaettiin eripituisilla maturiteeteilla kiinteäkorkoisissa operaatioissa, joissa tarjoukset hyväksyttiin täysimääräisesti. Näin tuettiin pankkeja, joilla olisi muuten ollut suuria vaikeuksia saada Yhdysvaltain dollarin määräistä rahoitusta finanssikriisin aikana.

Vakuudet

Eurojärjestelmän rahoitusoperaatioissa vakuudeksi hyväksyttävien omaisuuserien luetteloa laajennettiin finanssikriisin aikana, jotta pankit voisivat käyttää suurempaa osaa omaisuuseristään vakuutena saadakseen likviditeettiä keskuspankilta. Pankkien välisen luotonannon yhtäkkisestä tyrehtymisestä aiheutuneita likviditeettivajeita voitiin siis paikata keskuspankilta saadun likviditeetin turvin, eli pankit pystyivät siten jälleerahoittamaan epälikvidejä omaisuuseriään. Muun muassa omaisuusvakuudellisista arvopapereista tuli epälikvidejä, kun niiden markkinat romahtivat Lehman Brothersin konkurssin jälkeen.

Katettujen joukkolainojen osto-ohjelma

Katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa eurojärjestelmä osti euroalueella liikkeeseen laskettuja euromääräisiä katettuja joukkolainoja 60 miljardin euron arvosta touko-

kuun 2009 ja kesäkuun 2010 välisenä aikana. Katettujen joukkolainojen markkinoilla likviditeetti, liikkeeseenlaskut ja tuottoerot olivat tuolloin kuihtuneet lähes olemattomiin. Osto-ohjelmalla oli tarkoitus elvyttää katettujen joukkolainojen markkinoita, sillä ne ovat keskeinen osa Euroopan rahoitusmarkkinoita ja pankkien tärkeä rahoituslähde.

Finanssikriisin aikana toteutettujen epätavanomaisten toimien ansiosta perusrahoitusoperaatioiden koron ja rahamarkkinakorkojen suhde muuttui tilapäisesti. Normaalioloissa eoniakoron kehitys seuraa tiiviisti perusrahoitusoperaatioiden korkoa, mutta koska likviditeetin kysyntä on ollut suurta keskuspankkien hyväksyessä rahoitusoperaatioissaan tehdyt tarjoukset täysimääräisesti, talletuskorko on alkanut ohjata vahvemmin eoniakoron kehitystä (ks. kuvio 4.2).

2. VELKAPAPERIOHJELMA

Velkaperiohjelma otettiin käyttöön toukokuussa 2010. Sen tarkoituksena oli lievittää jännitteitä eräillä rahoitusmarkkinalohkoilla ja erityisesti euroalueen valtioiden joukkolainojen markkinoilla. Kuvioista 5.9 näkyvät eräiden euroalueen valtioiden kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoerot Saksan valtion vastaavien joukkolainojen tuottoihin nähden.

Velkaperiohjelmassa eurojärjestelmä voi tehdä ostoja euroalueen julkisen ja yksityisen sektorin velkaperien markkinoilla varmistaakseen, että markkinat ovat syvät ja likvidit myös häiriöistä kärsivillä lohkoilla ja saadakseen rahapolitiikan välittymismekanismiin toimimaan taas asianmukaisesti. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen mukaisesti eurojärjestelmä ostaa valtion joukkovelkakirjoja ainoastaan jälkimarkkinoilta. Ostojen likviditeettivaikutukset kumotaan kokonaisuudessaan likviditeettiä vähentävillä operaatiolla.

Kuvio 5.9 Eräiden euroalueen valtioiden kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoero Saksan valtion vastaavien joukkolainojen tuottoihin nähden



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

käyneistä epätavanomaisista toimista, mutta muuten tehostettu luotonannon tukeminen jatkui. EKP:n neuvosto ilmoitti lopettavansa yhden vuoden mittaiset rahoitusoperaatiot, joita oli vuoden 2009 aikana toteutettu kolme. Useista muistakin toimista luovuttiin, mutta luopuminen jäi väliaikaiseksi, sillä joidenkin valtioiden joukkolainojen markkinoilla ilmeni myöhemmin jännitteitä.

Valtion joukkolainojen markkinoilla ilmeni jännitteitä keväällä 2010...

Alkuvuodesta 2010 ilmaantui jälleen jännitteitä osissa rahoitusmarkkinoita – erityisesti eräiden euroalueen valtioiden joukkolainojen markkinoilla (ks. kuvio 4.10). Jännitteet johtuivat pääasiassa siitä, että julkisen talouden alijäämien ja velkojen kasvu lisäsi markkinaosapuolten huolia julkisen talouden kestävydestä, mikä sai eräiden valtioiden joukkolainojen jälkimarkkinat kuivumaan.

...joten uudet epätavanomaiset toimet olivat tarpeen

EKP:n neuvosto ilmoitti 10.5.2010 useista toimista, joiden tarkoituksena oli varmistaa häiriöistä kärsivien markkinalohkojen syvyys ja likvidiys ja saada rahapolitiikan välittymismekanismi toimimaan jälleen asianmukaisesti. Tärkeimpänä toimenä käynnistettiin velkapaperiohjelma, jossa tehdään ostoja euroalueen yksityisen ja julkisen sektorin velkapaperien markkinoilla. Lisäksi EKP:n neuvosto otti uudelleen käyttöön joitakin epätavanomaisia toimia, joista oli jo välillä luovuttu. Tavoitteena oli estää häiriöitä leviämässä euroalueen valtioiden joukkolainojen markkinoilta rahoitusmarkkinoille yleisemminkin. Kaiken kaikkiaan eurojärjestelmän finanssikriisin hillitsemiseksi toteuttamat toimet auttoivat turvaamaan vakavaraisten pankkien rahoituksensaannin ja palauttamaan luottamusta markkinaosapuolten välille ja pitivät siten yllä rahoituksen välitystä euroalueella. Pankkijärjestelmän ja

keskeisten rahoitusmarkkinalohkojen toimintakyvyn turvaaminen puolestaan edesauttoi kotitalouksien ja yritysten kohtuukorkoisen luoton saantia sekä viime kädessä auttoi pitämään yllä hintavakautta.

Epätavanomaisilla rahapoliittisilla toimilla on reagoitu poikkeuksellisiin olosuhteisiin. Epätavanomaiset toimet ovat luonteeltaan tilapäisiä, ja niillä täydennetään tavanomaisia toimia eli korkopäätöksiä. Lisäksi niitä voidaan muokata vallitsevasta korkotasosta riippumatta. Vuoden 2011 alussa ilmeni pääasiassa energian hintakehityksestä aiheutuvia lyhyen aikavälin inflaatiopaineita, joiden vuoksi EKP:n neuvosto seurasi tarkasti kaikkea kehitystä.

5.3 ARVIO RAHAPOLITIIKASTA EURON KÄYTTÖNOTON (VUONNA 1999) JÄLKEEN

Yhteisessä rahapolitiikassa on täytynyt selviytyä lukuisista erilaisista sokeista sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön vuonna 1999. Taloutta ovat tänä aikana koetelleet useat voimakkaat hintasokit, kuten öljyn ja elintarvikkeiden maailmanmarkkinahintojen huomattava nousu, lähestulkoon säännölliset välilisten verojen korotukset euroalueella ja hallinnollisesti säännelyjen hintojen merkittävä nousu useimmissa euroalueen maissa. ”Uuden talouden” kuplan puhkeaminen vuosina 2000–2001, Yhdysvalloissa syyskuussa 2001 tehdyn terrori-iskun ja rahoitusmarkkinoilla vuodesta 2007 vallinneet vakavat jännitteet ovat tuoneet esiin maailmantalouden ja kansainvälisen rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuden.

Rahapolitiikalla oli reagoitava sokkeihin keskipitkän aikavälin näkökulmasta, jotta inflaatio-odotukset saatiin

Rahapolitiikan mitoitusta ja likviditeetin tarjontaa sopeutetaan edelleen tarvittaessa

Kun talouden ja rahoitusmarkkinoiden sokit aiheuttavat haasteita...

...EKP toimi keskipitkän aikavälin näkökulmasta tukeutuen rahatalouden analyysiin...

pysymään tiukasti EKP:n hintavakauden määritelmän mukaisina. Lisäksi rahapolitiikassa oli vältettävä kiinnittämistä liikaa huomiota lyhyen aikavälin hintakehitykseen ja pyrittävä ajoittain eliminoimaan toimintahäiriöitä rahapolitiikan välittymismekanismeissa. Rahatalouden analyysi auttoi varmistamaan, että rahapolitiikkaa harjoitettiin keskipitkän aikavälin näkökulmasta.

...ja säilytti uskottavuutensa toteuttaessaan tehtäväänsä

Huolimatta useista inflaatioon vaikuttaneista haitallisista sokeista ja syksyllä 2008 alkaneesta kriisistä, jollaisista ei ollut nähty sitten 1930-luvun suuren laman, euroalueen keskimääräinen vuotuinen YKHI-inflaatio oli tammikuun 1999 ja vuoden 2011 alun välisenä aikana täysin EKP:n neuvoston hintavakaustavoitteen mukainen eli hieman alle 2 %. Lisäksi euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotukset

ovat kaikkien indikaattorien mukaan pysyneet vuoden 1999 alusta lähtien tiukasti hintavakauden määritelmän mukaisina. Huomionarvoista on myös, että inflaatio-odotukset ovat pysyneet tavoitteen mukaisina sekä inflaatiopaineiden voimistuessa että niiden heikettäessä, mikä kertoo siitä, että suuri yleisö ja markkinat ovat luottaneet EKP:n kykyyn ylläpitää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Tämä käy ilmi sekä yksityisen sektorin asiantuntijoille tehtyihin kyselyihin perustuvista pitkän aikavälin inflaatio-odotuksista että sellaisista pitkän aikavälin inflaatio-odotuksista, jotka on johdettu joukkolainojen hinnoista (ks. kuvio 5.7). EKP näyttää siis alusta asti pystyneen toimimaan uskottavasti ja vakuuttamaan yleisön ja markkinat sitoutumisestaan hintavakauden ylläpitämiseen keskipitkällä aikavälillä.

LIITE

HISTORIA – KOLMESSA VAIHEESSA TALOUS- JA RAHALIIHTOON

Kesäkuussa 1988 vahvistui, että talousliitto pyrittäisiin toteuttamaan asteittain. Eurooppa-neuvosto antoi Euroopan komission silloisen puheenjohtajan Jacques Delorsin johtamalle komitealle tehtäväksi ehdottaa konkreettisia vaiheita, joiden kautta liittoon edettäisiin. Mukana olivat EY:n kansallisten keskuspankkien pääjohtajat sekä Kansainvälisen järjestelypankin johtajistoon tuolloin kuulunut Alexandre Lamfalussy, taloustieteen professori Niels Thygesen Kööpenhaminasta sekä Banco Exterior de Españan silloinen pääjohtaja Miguel Boyer. Komitean työn tuloksena syntyi ns. Delorsin raportti, jossa esitettiin etenemistä talous- ja rahaliittoon kolmessa vaiheessa.

Talous- ja rahaliiton ensimmäinen vaihe

Delorsin raportin pohjalta Eurooppa-neuvosto päätti kesäkuussa 1989, että talous- ja rahaliiton ensimmäinen vaihe alkaisi 1.7.1990, kun rajoitukset pääomien liikkumiselta jäsenvaltioiden välillä poistuisivat. Rahapoliittisen yhteistyön kannalta tärkeä Euroopan talousyhteisön jäsenmaiden keskuspankkien pääjohtajien komitea (perustettu toukokuussa 1964) sai uusia tehtäviä. Neuvosto antoi 12.3.1990 komitean tehtäväksi käydä neuvotteluja ja edistää jäsenvaltioiden rahapolitiikan yhdenmukaistamista hintavakauden varmistamiseksi. Koska aikaa oli suhteellisen vähän ja työtä oli paljon, pääjohtajien komitea aloitti talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen valmistelut. Ensimmäin selvitettiin, mitä asioita olisi käsiteltävä heti alkuvaiheessa. Vuoden 1993 lopussa työohjelma oli valmis, ja sen pohjalta määriteltiin vanhojen alakomiteoiden ja uusien työryhmien tehtävät.

Toisessa ja kolmannessa vaiheessa tarvittavan institutionaalisen rakenteen luomiseksi oli muutettava Euroopan talousyhteisön perustamissopimusta (eli ns. Rooman sopimusta). Vuonna 1991 hallitustenvälisissä konferensseissa käsiteltiin talous- ja rahaliittoa ja poliittista unionia, ja neuvottelujen tuloksena syntyi joulukuussa 1991 sopimus Euroopan unionista. Sopimus allekirjoitettiin Maastrichtissa helmikuussa 1992, mutta ratifiointiprosessi viivästyi ja sopimus tuli voimaan vasta 1.11.1993. Euroopan talousyhteisön perustamissopimus nimettiin uudelleen Euroopan yhteisön perustamissopimukseksi, ja siihen mm. lisättiin pöytäkirjat Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännöstä sekä Euroopan rahapoliittisen instituutin perussäännöstä.

Talous- ja rahaliiton toinen vaihe – EMI ja EKP perustetaan

Toinen vaihe alkoi 1.1.1994, kun Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) perustettiin ja keskuspankkien pääjohtajien komitea lakkautettiin. EMI oli tilapäisratkaisu, sillä rahapoliittista yhteistyötä ei vuosikymmenen puolivälissä ollut riittävästi. Kansallisilla viranomaisilla oli yksinoikeus harjoittaa rahapolitiikkaa. Rahapoliittinen instituutti ei vielä vastannut rahapolitiikasta Euroopan unionissa eikä suorittanut valuuttaoperaatioita.

EMIn tärkeimmät tehtävät olivat

- 1) vahvistaa keskuspankkien keskinäistä yhteistyötä ja rahapolitiikan koordinaointia
- 2) tehdä valmistelut Euroopan keskuspankkijärjestelmää (EKPJ), yhteistä rahapolitiikkaa ja yhteisen rahan luomista varten.

Rahapoliittisessa instituutissa käytiin neuvotteluja, keskusteltiin rahapolitiikasta ja selvitettiin, millaista lainsäädäntöä, organisaatiota ja logistiikkaa tarvittaisiin, jotta EKPJ pystyisi hoitamaan tehtävänsä kolmannessa vaiheessa.

Eurooppa-neuvosto päätti joulukuussa 1995, että Euroopan rahan nimeksi tulisi ”euro” ja se otettaisiin käyttöön 1.1.1999. Käyttöönottoaikataulu perustui EMIn ehdotuksiin. EMIn tehtäväksi tuli valmistella euroalueen ja muiden EU-maiden keskinäisiä valuuttakurssisuhteita ja rahapoliittista yhteistyötä. Sen selonteko joulukuussa 1996 oli pohjana Eurooppa-neuvoston kesäkuussa 1997 antamalle päätöslauselmalle uuden valuuttakurssimekanismin (ERM II) periaatteista ja rakenteesta.

EMI esitteli Eurooppa-neuvostolle joulukuussa 1996 myös valitun eurosetelisarjan, joka laskettaisiin liikkeeseen 1.1.2002. Pian sen jälkeen setelien kuvat annettiin julkisuuteen.

Talous- ja rahaliittoa koskevia perussopimusten määräyksiä täydennettiin vakauserä- ja kasvusopimuksella, jolla pyrittiin luomaan finanssikuria. Eurooppa-neuvosto hyväksyi sopimuksen kesäkuussa 2007, ja EU:n neuvosto antoi toukokuussa 2008 vielä julistuksen, jossa vahvistettiin sopimukseen liittyviä velvoitteita.

Kun EU:n neuvosto kokoontui 2.5.1998 valtion- ja hallitusten päämiesten kokoonpanossa, 11 EU:n jäsenvaltiota (Belgia, Saksa, Espanja, Ranska, Irlanti, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi) oli täyttänyt yhteisen rahan käyttöönottoedellytykset. Nämä valtiot osallistuisivat kolmanteen vaiheeseen 1.1.1999 alkaen. Valtion- ja hallitusten päämiehet saavuttivat myös poliittisen yhteisymmärryksen siitä, keitä suositeltaisiin nimitettäväksi Euroopan keskuspankin (EKP) johtokuntaan.

Toisaalla euron käyttöön ottavien maiden keskuspankkien pääjohtajat ja valtiovarainministerit, Euroopan komissio ja EMI sopivat, että maiden valuuttojen peruuttamattomat eurokurssit perustuisivat silloisiin kahdenvälisiin ERM-keskuskursseihin.

EKP perustettiin virallisesti 1.6.1998. Talous- ja rahaliittoon osallistuvien maiden hallitukset olivat jo 25.5.1998 nimittäneet sille pääjohtajan, varapääjohtajan ja neljä muuta johtokunnan jäsentä, jotka nyt aloittivat työnsä. EKP ja talous- ja rahaliittoon osallistuvien maiden kansalliset keskuspankit muodostavat yhdessä eurojärjestelmän, joka kolmannessa vaiheessa päättää yhteisestä rahapolitiikasta.

Kun EKP oli perustettu, rahapoliittinen instituutti oli tehnyt tehtävänsä ja se asetettiin selvitystilaan Euroopan yhteisön perustamissopimuksen artiklan 123

mukaisesti. Valmistelut oli suoritettu, joten EKP pystyi käyttämään loppuvuoden 1998 järjestelmien ja menettelyjen testaamiseen.

Talous- ja rahaliiton kolmas vaihe – valuuttakurssit kiinnitetään peruuttamattomasti

Talous- ja rahaliiton kolmas ja viimeinen vaihe alkoi 1.1.1999, kun ensimmäisten 11 maan valuuttakurssit kiinnitettiin peruuttamattomasti ja EKP otti vastuulleen yhteisen rahapolitiikan harjoittamisen.

Nykyisin kolmanteen vaiheeseen osallistuu jo 17 maata, sillä Kreikka liittyi talous- ja rahaliittoon 1.1.2001, Slovenia 1.1.2007, Kypros ja Malta 1.1.2008, Slovakia 1.1.2009 ja Viro 1.1.2011. Aina uusien maiden liittyessä euroalueeseen niiden keskuspankeista tulee osa eurojärjestelmää.

SANASTO

Aliarvostus (haircut): Riskienhallintamenetelmä, jossa vakuutena olevien omaisuuserien arvoa määritettäessä kunkin omaisuuserän markkina-arvosta vähennetään tietty aliarvostusprosentti. Vakuuden saaja suojautuu näin tappioilta siltä varalta, että vakuudet jouduttaisiin muuttamaan rahaksi tilanteessa, jossa niiden markkina-arvo olisi laskenut.

Alijäämäsuhde (deficit ratio): Yksi julkisen talouden kriteereistä, joiden pohjalta ratkaistaan, onko jollakin maalla liiallinen alijäämä (ks. **Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen** artiklan 126 kohta 2). Alijäämäsuhde saadaan suhteuttamalla ennakoitu/toteutunut julkisen talouden alijäämä (**julkisyhteisöjen nettoluotonotto**) markkinahintaiseen bruttokansantuotteeseen. Julkisen talouden alijäämä määritellään **liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä** (pöytäkirja n:o 12).

Asiantuntija-arviot (projections): Ks. **Eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijoiden arviot**.

Avomarkkinaoperaatio (open market operation): Keskuspankin aloitteesta rahoitusmarkkinoilla toteutettava operaatio. Eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatiot voidaan jakaa tarkoituksensa, säännöllisyytensä ja menettelyjensä perusteella neljään ryhmään: **perusrahoitusoperaatioihin, pitempiäaikaisiin rahoitusoperaatioihin, hienosäätöoperaatioihin ja rakenteellisiin operaatioihin**. Tärkein näiden eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatioiden väline ovat **käänteisoperaatiot**. Rakenteellisia operaatioita voidaan toteuttaa myös laskemalla liikkeeseen velkasitoumuksia tai tekemällä suoria kauppvoja, ja hienosäätöoperaatioita voidaan suorittaa myös tekemällä **suoria kauppvoja tai valuuttaswapeja** tai keräämällä määräaikaistalletuksia.

Deflaatio (deflation): Kokonaiskysynnän supistumisesta johtuva yleisen hintatason pitkäkestoinen lasku, joka jatkuu omalla painollaan myös inflaatio-odotuksissa.

Ecofin-neuvosto (ECOFIN Council): Ks. **EU:n neuvosto (Euroopan unionin neuvosto)**.

Ecu (Euroopan valuuttayksikkö) (ECU, European Currency Unit): Ennen **EMUn** kolmatta vaihetta käytetty valuuttakori, joka oli muodostettu laskemalla yhteen vakioidut määrät kahdestatoista EU:n **jäsenvaltioiden** kaikkiaan viidestätoista valuutasta. Ecutin arvo laskettiin korin valuuttojen arvon painotettuna keskiarvona. **Euro** korvasi ecun 1.1.1999 (vaihtokurssilla 1:1).

EKP:n neuvosto (Governing Council of the ECB): Euroopan keskuspankin (EKP) ylin päätöksentekoeelin. EKP:n neuvostoon kuuluvat kaikki EKP:n **johtokunnan** jäsenet sekä **euron** käyttöön ottaneiden EU:n jäsenvaltioiden **kansallisten keskuspankkien** pääjohtajat.

EKP:n ohjauskorot (key ECB interest rates): EKP:n neuvoston asettamat korot, jotka kertovat Euroopan keskuspankin rahapolitiikan mitoituksesta. EKP:n ohjauskorkoina ovat perusrahoitusoperaatioiden korko sekä maksuvalmiusluoton korko ja talletuskorko.

EKP:n yleisneuvosto (General Council of the ECB): Yksi EKP:n päätöksentekuelimistä. Yleisneuvostoon kuuluvat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä EU:n kaikkien kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.

Eläkerahasto (pension fund): Varaukset tai rahastot, joita yritykset pitävät maksaakseen työntekijöidensä eläkkeet.

Ennakoivat indikaattorit (leading indicators): Talouden muuttujat, jotka ennakoivat muiden talouden muuttujien tulevaa kehitystä tai joista saa hyödyllistä tietoa tämän kehityksen ennustamiseksi.

Eoniakorko (EONIA, euro overnight index average): Pankkien välisten euro-määräisten yön yli -markkinoiden efektiivinen korko. Eoniakorko lasketaan euro-määräisillä rahamarkkinoilla toimivien suurten pankkien ilmoittamien vakuudettomien yön yli -luottojen korkojen painotettuna keskiarvona.

Epätavanomaiset rahapoliittiset toimet (non-standard measures): EKP:n toimet, joilla tuetaan korkopäätösten välittymistä euroalueen talouteen tilanteessa, jossa joidenkin rahoitusmarkkinasegmenttien ja rahoitusjärjestelmän toiminta on häiriintynyt.

ERM II (ERM II, exchange rate mechanism II): Valuuttakurssimekanismi, johon euroalueen maiden ja euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden välinen valuuttapoliittinen yhteistyö perustuu. ERM II on monenvälinen järjestely, jossa keskuskurssit ovat kiinteät mutta muutettavissa ja vakiovaihteluväli on ± 15 %. Keskuskurseista ja vaihteluvälien mahdollisesta kaventamisesta päätetään aina kyseisen jäsenvaltion, muiden mekanismiin osallistuvien EU:n jäsenvaltioiden, euroalueen maiden ja Euroopan keskuspankin (EKP) yhteisellä sopimuksella. ERM II:ssa kaikilla, myös EKP:llä, on oikeus käynnistää luottamuksellinen menettely keskuskurssien muuttamiseksi.

EU:n neuvosto, Euroopan unionin neuvosto (EU Council, Council of the European Union): Euroopan unionin toimielin, joka muodostuu jäsenvaltioiden hallitusten edustajista (yleensä kulloinkin käsiteltävistä asioista vastaavat ministrit). Kokouksiin osallistuu myös käsiteltävistä asioista vastaava komission jäsen. Talous- ja valtiovarainministerien kokoonpanossa kokoontuvasta neuvostosta käytetään usein nimitystä **Ecofin-neuvosto**.

Euriborkorko (EURIBOR, euro interbank offered rate): Parhaiksi luokiteltujen pankkien toisilleen tarjoamien euromääräisten luottojen korko. Euriborkorot lasketaan päivittäin valikoitujen pankkien eripituisten (enintään 12 kuukauden) talletusten pohjalta.

Euro (euro): Eurooppa-neuvoston kokouksessaan Madridissa 15.–16.12.1995 hyväksymä Euroopan yhteisen rahan nimi.

Euroalue (euro area): Ne EU:n **jäsenvaltiot**, joiden raha on euro ja joissa harjoitetaan yhteistä rahapolitiikkaa **Euroopan keskuspankin (EKP:n) neuvoston** alaisuudessa. Vuonna 2011 euroalueeseen kuuluvat Belgia, Saksa, Viro, Irlanti, Kreikka, Espanja, Ranska, Italia, Kypros, Luxemburg, Malta, Alankomaat, Itävalta, Portugali, Slovenia, Slovakia ja Suomi.

Eurojärjestelmä (Eurosystem): Euroalueen keskuspankkijärjestelmä, johon kuuluvat **Euroopan keskuspankki** ja euron käyttöön ottaneiden EU:n jäsenvaltioiden **kansalliset keskuspankit**.

Eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijoiden arviot (Eurosystem/ECB staff projections): Eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijoiden laatimia arvioita euroalueen kokonaistalouden näkymistä. Arviot ovat osa taloudellista analyysiä.

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi (nominal effective exchange rate of the euro): Euron nimelliset efektiiviset valuuttakurssit ovat euron kahden välisen valuuttakurssien painotettuja keskiarvoja suhteessa euroalueen tärkeimpien kauppakumppanimaiden valuuttoihin. EKP julkistaa euron nimelliset efektiiviset valuuttakurssi-indeksit suhteessa suppean ja laajan kauppakumppanijoukon valuuttoihin. Painot perustuvat maiden osuuksiin euroalueen ulkomaankaupasta.

Euron reaalin efektiivinen valuuttakurssi (real effective exchange rate of the euro): Euron reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat euron nimellisiä efektiivisiä valuuttakursseja, jotka on deflatoitu ulkomaisten ja kotimaisten hintojen/kustannusten suhteella (painotettu keskiarvo). Niillä mitataan hinta- ja kustannuskilpailukykyä.

Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmä 1995 (EKT 95) (European System of Accounts 1995, ESA 95): Kansainvälisesti hyväksytyihin tilastolisiin käsitteisiin, määritelmiin, luokituksiin ja kirjanpitosääntöihin perustuva kattava ja yhdenmukaistettu makrotaloudellisten tilien järjestelmä, jolla pyritään kuvaamaan EU:n jäsenvaltioiden talouksia kvantitatiivisesti yhdenmukaisella tavalla. EKT 95 on EU:n nykyversio YK:n kansantalouden tilinpitojärjestelmästä vuodelta 1993 (SNA 93).

Euroopan keskuspankki (EKP) (European Central Bank, ECB): EKP on **eurojärjestelmän** ja **Euroopan keskuspankkijärjestelmän** (EKPJ) ydin ja Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (artiklan 282 kohdan 3) mukaan oikeushenkilö. EKP huolehtii, että eurojärjestelmälle ja EKPJ:lle annetut tehtävät suoritetaan osana sen omaa EKPJ:n perussäännön mukaista toimintaa tai että **kansalliset keskuspankit** suorittavat ne. EKP:tä johtavat **EKP:n neuvosto ja johtokunta** sekä sen kolmas päätöksentekoeelin **yleisneuvosto**.

Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) (European System of Central Banks, ESCB): **Euroopan keskuspankki** ja EU:n kaikkien jäsenvaltioiden

kansalliset keskuspankit. Euroopan keskuspankkijärjestelmään kuuluvat siis **eurojärjestelmän** jäsenten lisäksi myös niiden jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, joiden raha ei ole euro.

Euroopan komissio (European Commission): Unionin toimielin, joka varmistaa, että **perussopimusten** määräyksiä noudatetaan. Komissio kehittää EU:n politiikkaa, tekee ehdotuksia EU-lainsäädännöksi ja käyttää valtuuksia tietyillä aloilla. Talouspolitiikan alalla komissio laatii **kasvua ja työllisyyttä koskevat yhdennetyt suuntaviivat**, joihin sisältyvät **talouspolitiikan laajat suuntaviivat** ja **työllisyyspolitiikan suuntaviivat**, sekä raportoi **Euroopan unionin neuvostolle** talouden kehityksestä ja talouspolitiikasta. Se seuraa maiden julkisen talouden tilaa (monenvälinen valvonta) ja raportoi siitä EU:n neuvostolle.

Euroopan parlamentti (European Parliament): Unionin toimielin, jossa on 736 EU-kansalaisten suoralla vaalilla valitsemaa edustajaa. Se osallistuu EU:n lainsäädäntöprosessiin, ja sen valtaoikeudet riippuvat kulloinkin käytettävästä lainsäädäntömenettelystä. Rahapolitiikkaa ja EKPJ:tä koskevissa asioissa parlamentilla on lähinnä neuvoa-antava tehtävä, mutta **sopimuksessa Euroopan unionin toiminnasta** on määräyksiä, jotka koskevat EKP:n demokraattista tilivelvollisuutta parlamentille (EKP:n vuosikertomuksen esittäminen ja sen yhteydessä yleiskeskustelu rahapolitiikasta; kuulemiset parlamentin toimivaltaisissa valiokunnissa).

Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) (European Monetary Institute, EMI): **Talous- ja rahaliiton** toisen vaiheen alussa 1.1.1994 perustettu väliaikainen toimielin. EMIn toiminta loppui, kun **Euroopan keskuspankki** perustettiin 1.6.1998.

Eurooppa-neuvosto (European Council): Unionin toimielin, joka koostuu EU:n jäsenvaltioiden valtion- tai hallitusten päämiehistä sekä ei-äänivaltaisista **Euroopan komission** puheenjohtajasta ja Eurooppa-neuvoston omasta puheenjohtajasta. Eurooppa-neuvosto antaa Euroopan unionille sen kehittämiseksi tarvittavat virikkeet ja määrittelee sen yleiset poliittiset suuntaviivat. Eurooppa-neuvostolla ei ole lainsäädäntövaltaa.

Euroryhmä (Eurogroup): Euroalueeseen kuuluvien EU:n **jäsenvaltioiden** talous- ja valtionvarainministerien epävirallinen tapaaminen. Ryhmän asema on tunnustettu Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklassa 137 ja pöytäkirjassa N:o 14 ("Pöytäkirja euroryhmästä"). **Euroopan komissio** ja **EKP** saavat yleensä kutsun euroryhmän kokouksiin.

Eurostat (Eurostat): EU:n tilastotoimisto. Eurostat on osa **Euroopan komissiota** ja vastaa EU:n tilastojen tuotannosta.

Futuuri (futures contract): Sopimus arvopaperien tai hyödykkeen ostosta tai myynnistä ennalta sovittuun hintaan tietynä tulevana ajankohtana.

Hienosäätöoperaatio (fine-tuning operation): Eurojärjestelmän toteuttama **avomarkkinaoperaatio** markkinoiden likviditeetin odottamattomien vaihtelujen tasoittamiseksi. Hienosäätöoperaatioiden toteuttamistiheyttä ja maturiteettia ei ole vakioitu.

Hintavakaus (price stability): Eurojärjestelmän ensisijainen tavoite. EKP:n neuvosto on määritellyt hintavakauden **euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI)** alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi. Se on myöhemmin täsmentänyt, että hintavakauteen pyritään pitämällä inflaatiiovauhti alle 2 prosentin mutta kuitenkin lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

Inflaatio (inflation): yleisen hintatason nousu, jota mitataan esim. kuluttajahintaindeksillä.

Inflaatoriskipremio (inflation risk premium): Kompensaatio sijoittajille pitkäaikaisiin (nimellisarvoisiin) sijoituksiin liittyvistä riskeistä.

Inflaatiotavoitteeseen perustuva strategia (inflation targeting): Rahapolitiikan strategia, jonka tavoitteena on **hintavakauden** ylläpitäminen. Tavoitteeseen pyritään tarkkailemalla inflaatioennusteiden poikkeamia julkistetusta inflaatiotavoitteesta.

Irtisanomisehtoiset talletukset (deposits redeemable at notice): Vasta tietyn irtisanomisajan kuluttua nostettavissa olevat talletukset. Vaadittaessa takaisin maksettavaan talletukseen voi liittyä nostorajoituksia tai nostoprovisio ennenaikaisesta nostosta. Irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletukset sisältyvät **M2**:een (ja siten myös **M3**:een) ja irtisanomisajaltaan yli 3 kuukauden talletukset **rahalaitosten** pitkäaikaisiin (muihin kuin monetaarisiin) velkoihin.

Johdannainen (derivative): Rahoitussopimus, jonka arvo riippuu yhden tai useamman kohde-etuuden arvon (tai kurssin/indeksin) muutoksista, jonkin indikaattorin kehityksestä tai tosielämän ilmiöistä.

Johtokunta (Executive Board): Yksi **Euroopan keskuspankin** (EKP) päätöksentekuelimistä. Johtokuntaan kuuluvat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja ja neljä muuta jäsentä. Jäsenet nimittää määräenemmistöllä Eurooppa-neuvosto EU:n neuvoston suosituksesta ja kuultuaan Euroopan parlamenttia ja EKP:tä.

Joukkolainamarkkinat (bond market): Pitkäaikaisten **velkapapereiden** liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä papereilla.

Julkisen talouden rahoitusasemaa koskeva viitearvo (reference value for the fiscal position): Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen liitteenä olevassa liiallisia alijäämiä koskevassa pöytäkirjassa n:o 12 on asetettu täsmälliset viitearvot julkisyhteisöjen alijäämäsuhteelle (3 % BKT:stä) ja **velkasuhteelle** (60 % BKT:stä) (ks. myös **vakaus- ja kasvusopimus**).

Julkisyhteisöjen inflaatioidonnoiset joukkolainat (inflation-indexed government bonds): Julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemia velkapapereita, joiden kuponkikorko ja pääoma on sidottu tiettyyn kuluttajahintaindeksiin.

Julkisyhteisöt (general government): Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmässä (EKT 95) määritelty sektori, jonka yhteisöt vastaavat lähinnä ei-markkinaehtoisten henkilökohtaiseen ja kollektiiviseen kulutukseen tarkoitettujen tavaroiden ja palvelujen tuotannosta ja/tai kansantulon ja varallisuuden uudelleenjaosta. Julkisyhteisöihin luetaan valtionhallinto, aluehallinto ja paikallishallinto sekä sosiaaliturvarahastot mutta ei kaupallista toimintaa harjoittavia julkisessa omistuksessa olevia yhteisöjä, kuten julkisia liikelaitoksia.

Järjestelmäriski (systemic risk): Riski, että kun yksi toimija ei kykene hoitamaan sitoumuksiaan niiden erääntyessä, myöskään toiset järjestelmän toimijat eivät sen seurauksena enää kykene hoitamaan omia sitoumuksiaan niiden erääntyessä. Tällainen tilanne saattaa aiheuttaa esimerkiksi merkittäviä likviditeetti- ja luotto-ongelmia, jotka uhkaavat rahoitusjärjestelmän vakautta ja luottamusta rahoitusjärjestelmään. Toimijan kyvyttömyys hoitaa sitoumukset voi johtua toiminnallisista tai rahoitukseen liittyvistä ongelmista.

Kansallinen keskuspankki (national central bank, NCB): Euroopan unionin jäsenvaltion keskuspankki.

Keskuspankin riippumattomuus (central bank independence): Keskuspankin lailla taattu oikeus hoitaa tehtäviään ja velvollisuuksiaan ilman, että siihen voidaan vaikuttaa poliittisesti. Euroalueella keskuspankkien riippumattomuus perustuu **Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen** artiklaan 130.

Kiinteäkorkoinen huutokauppa (fixed rate tender): Huutokauppanenettely, jossa keskuspankki määrää koron etukäteen ja **vastapuolet** tekevät tarjouksen rahamäärästä, jonka ne haluavat tällä korolla.

Korkotermiini (forward rate agreement, FRA): Sopimus, jolla toinen osapuoli sitoutuu maksamaan toiselle osapuolelle tietyn koron tietyistä pääomamäärästä tietyltä tulevalta ajanjaksolta.

Kotitaloudet (households): Yksi **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmän 1995** (EKT 95) institutionaalisista sektoreista. Kotitaloussektoriin luetaan henkilöt ja henkilöryhmät kuluttajina sekä yrittäjinä (yksityiset elinkeinonharjoittajat ja yhtiökumppanuudet). Kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt ovat **EKT 95:n** mukaan erillinen institutionaalinen sektori, joskin ne lasketaan tilastoissa usein yhteen kotitalouksien kanssa.

Käänteisoperaatio (reverse transaction): Operaatio, jossa keskuspankki ostaa tai myy omaisuuseriä **takaisinostosopimuksen** perusteella, tai keskuspankin luotto-operaatio **vakuuksia** vastaan.

Lainat euroalueelle (loans to euro area residents): Rahalaitosten lainanottajille lainaamat varat, jotka eivät perustu jälkimarkkinakelpoisiin velkakirjoihin tai joihin liittyy vain yksi velkakirja (vaikka se olisi muuttunut jälkimarkkinakelpoiseksi). Näihin lainoihin sisältyvät kotitalouksille, yrityksille ja julkisyhteisöille myönnettyt lainat. Kotitalouksille myönnetään esimerkiksi kulutusluottoja (tavaroiden ja palveluiden ostoon), asuntolainoja (asunnon ostoon, rakentamiseen tai peruskorjaukseen) ja muita lainoja (esimerkiksi velkajärjestelyihin tai opiskeluun) (ks. myös **luotonanto euroalueelle**).

Liiallisia alijäämiä koskeva menettely (excessive deficit procedure): Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklassa 126 annetut ja liiallisia alijäämiä koskevassa pöytäkirjassa N:o 12 täsmennetyt määräykset, jotka velvoittavat EU:n jäsenvaltiot noudattamaan budjettikuria ja joissa määritellään kriteerit, joiden perusteella julkisen talouden rahoitusasemaa on pidettävä liiallisena alijäämänä, ja toimet, joihin on ryhdyttävä, jos havaitaan, että julkisen talouden rahoitusasemaa tai julkista velkaa koskevia vaatimuksia ei ole täytetty. Artiklaa 126 täydentää 7.7.1997 annettu **EU:n neuvoston** asetus (EY) N:o 1467/97 liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä (sitä kuin se on muutettuna 27.6.2005 annetulla EU:n neuvoston asetuksella (EY) N:o 1056/2005). Menettely on osa **vakaus- ja kasvusopimusta**.

Liikkeessä oleva raha (currency in circulation): Liikkeeseen lasketut setelit ja kolikot, jotka ovat yleisesti käytössä maksuvälineinä. **M3**:a laskettaessa liikkeessä oleva raha ymmärretään nettomääräisenä eli siihen ei lueta rahalaitosten hallussa olevaa käteistä rahaa. Keskuspankin setelivarastot jäävät määritelmän ulkopuolelle siksi, että varastoituja seteleitä ei ole vielä laskettu liikkeeseen, ja keräilykolikoita taas ei ole varsinaisesti tarkoitettu maksuvälineiksi.

Lissabonin sopimus (Treaty of Lisbon, Lisbon Treaty): Sopimus, jolla muutettiin EU:n kahta perussopimusta eli sopimusta Euroopan unionista ja Euroopan yhteisön perustamissopimusta. Euroopan yhteisön perustamissopimuksen uusi nimi on **sopimus Euroopan unionin toiminnasta**. Lissabonin sopimus allekirjoitettiin Lissabonissa 13.12.2007, ja se tuli voimaan 1.12.2009.

Luotonanto euroalueelle (credit to euro area residents): Rahalaitosten muille euroalueella oleville kuin rahalaitoksille (mm. **julkisyhteisöille** ja yksityiselle sektorille) myöntämä rahoitus. Luotonantoon euroalueelle luetaan rahalaitosten **lainat euroalueelle** sekä rahalaitosten hallussa olevat **euroalueella** sijaitsevien liikkeeseenlaskijoiden arvopaperit (osakkeet, osuudet ja **velkapaperit**). Koska arvopaperit ovat rahoitusmuotona vaihtoehto lainanotolle ja koska jotkin lainat voidaan muuntaa arvopapereiksi, tämän määritelmän mukaisista tilastoista saadaan tarkempia tietoja rahalaitossektorin koko taloudelle myöntämästä rahoituksesta kuin suppean määritelmän mukaisista tilastoista, joihin sisältyvät vain lainat.

Luottolaitos (credit institution): 1) Yritys, joka liiketoimintanaan vastaanottaa yleisöltä talletuksia tai muita takaisinmaksettavia varoja ja myöntää luottoja omaan lukuunsa, tai 2) muu kuin kohdassa 1 määritelty yritys tai oikeushenkilö, joka laskee liikkeeseen sähköistä rahaa käyttäviä maksuvälineitä.

Lähentymiskriteerit (convergence criteria): Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen artiklan 140 kohdassa 1 on asetettu neljä ehtoa, jotka EU:n jäsenvaltioiden on täytettävä voidakseen ottaa euron käyttöön: vakaa hintataso, terve julkinen talous (alijäämän ja velan suhde BKT:hen tietyissä rajoissa), vakaa valuuttakurssi sekä matalat ja vakaat pitkät korot. Lisäksi maiden on varmistettava, että niiden kansallinen lainsäädäntö (myös kansallisen keskuspankin perussääntö) on sopusoinnussa Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen sekä Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännön kanssa.

M1: Suppea raha-aggregaatti, joka sisältää liikkeessä olevan rahan sekä yön yli -talletukset rahalaitoksissa ja julkisen hallinnon tileillä (kuten postissa tai valtion kassassa).

M2: Väliaggregaatti, joka sisältää **M1**:n sekä irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletukset ja enintään 2 vuoden määräaikaistalletukset **rahalaitoksissa** ja julkisen hallinnon tileillä.

M3: Lavea raha-aggregaatti, joka sisältää **M2**:n sekä jälkimarkkinakelpoisia instrumentteja (kuten takaisinostosopimukset, rahamarkkinarahastojen rahastoosuudet ja **rahalaitosten** enintään 2 vuoden velkapaperit).

Maksuvalmiusjärjestelmä (standing facility): Keskuspankin järjestelmä, jota vastapuolet voivat käyttää omasta aloitteestaan. **Eurojärjestelmä** tarjoaa käyttöön kaksi yön yli -maksuvalmiusjärjestelyä: **maksuvalmiusluoton** ja **talletusmahdollisuuden**.

Maksuvalmiusluotto (marginal lending facility): Osa **eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää**. Maksuvalmiusluoton avulla **vastapuolet** voivat saada kansallisesta keskuspankista yön yli -rahoitusta hyväksytyjä vakuuksia vastaan etukäteen vahvistetulla korolla (ks. **EKP:n ohjauskorot**).

Marginaalikorko (marginal interest rate): Huutokaupassa viimeiseksi hyväksytyyn tarjouksen korko.

Minimitarjouskorko (minimum bid rate): Alin korko, jolla **vastapuolet** voivat tehdä tarjouksia vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa (ks. **EKP:n ohjauskorot**).

Muut rahoituksenvälittäjät (other financial intermediaries, OFIs): Yritykset tai yritysmäiset yhteisöt (vakuutusyhtiöitä ja eläkerahastoja lukuun ottamatta), jotka toimivat pääasiassa rahoituksen välittäjinä ottamalla velkaa muussa muodossa kuin käteisrahana, talletuksina ja/tai talletusten läheisinä vastineina muilta institutionaalisilta yhteisöiltä kuin rahalaitoksilta. Muihin rahoituksenvälittäjiin luetaan erityisesti sellaiset yritykset, joiden pääasiallista toimintaa on pitkäaikaishoidus (esim. rahoitusleasing), arvopaperistettujen omaisuusserien tai muun rahoitusomaisuuden hallussapito, arvopaperi- ja johdannaisvälitys (omaan lukuun), riskipääomarahoidus tai kehitysrahoitus.

Määräaikaistalletukset (deposits with an agreed maturity): Tietyksi ajaksi tehdyt talletukset, joihin joidenkin kansallisten käytäntöjen mukaan liittyy nostoprovisio ennenaikaisesta nostosta. Määräaikaistalletuksiin luetaan myös ei-siirtokelpoiset talletustodistukset ja eräitä muita ei-jälkemarkkinakelpoisia velkapapereita. Enintään 2 vuoden määräaikaistalletukset sisältyvät **M2**:een (ja siten myös **M3**:een) ja yli 2 vuoden määräaikaistalletukset **rahallaitosten** pitkäaikaisiin (muihin kuin monetaarisiin) velkoihin.

Omaisuserä (asset): Yrityksen hallintaan tullut resurssi, josta odotetaan taloudellista etua yritykselle.

Optio (option): Rahoitusinstrumentti, jonka haltijalla on oikeus mutta ei velvollisuutta ostaa tai myydä tietty kohde-etuus (esimerkiksi joukkovelkakirja tai osake) ennalta määrättyyn hintaan (toteutushinta) tulevaisuudessa tiettyinä päivinä tai tiettyyn päivään mennessä (toteutus- tai eräpäivä).

Osakemarkkinat (equity market, stock market): Osakkeiden liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä papereilla.

Pankkien luotonantokysely (Bank Lending Survey): Eurojärjestelmän tammi-kuusta 2003 alkaen neljännesvuosittain toteuttama kvalitatiivinen kyselytutkimus, jossa kartoitetaan kotitalouksien ja yritysten lainakysyntää sekä luottopolitiikan ja lainaehtojen kehitystä valikoiduissa euroalueen pankeissa.

Pankkien väliset rahamarkkinat (interbank money market): Pankkien väliset lyhytaikaisten lainojen markkinat, joilla maturiteetti on yleensä päivästä (esimerkiksi yön yli) yhteen vuoteen.

Perusrahoitusoperaatio (main refinancing operation): Säännöllinen **avomarkkinaoperaatio**, jonka **eurojärjestelmä** toteuttaa **käänteisoperaationa**. Perusrahoitusoperaatioita toteutetaan viikoittain **vakiohuutokauppoina**, ja niiden maturiteetti on yleensä yksi viikko.

Perussopimukset (Treaties): Sopimus Euroopan unionin toiminnasta ja sopimus Euroopan unionista. Euroopan unionista tehdyn sopimuksen artiklojen numerointi on tässä teoksessa 1.12.2009 voimaan tulleen version mukainen.

Pitempiaikainen rahoitusoperaatio (longer-term refinancing operation): Luottooperaatio, jonka maturiteetti on pitempi kuin yksi viikko. **Eurojärjestelmä** toteuttaa pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot **käänteisoperaationa**. Säännöllisten kuukausittaisten operaatioiden maturiteetti on kolme kuukautta. Rahoitusmarkkinakriisin aikana toteutettiin vaihtelevin väliajoin ylimääräisiä operaatioita, joiden maturiteetti vaihteli yhden pitoajanjakson pituudesta yhteen vuoteen.

Pitkät korot (long-term interest rates): Pitkiksi koroiksi nimitetään sellaisille korollisille rahoitussäämisille maksettavia korkoja tai tuottoja, joiden jäljellä oleva juoksuaika eli maturiteetti on suhteellisen pitkä. Pitkien korkojen viitekorkona käytetään usein valtion kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoja.

Pitoajanjakso (maintenance period): Ajanjakso, jolla **luottolaitosten** on täytettävä **varantovelvoitteensa**. Pitoajanjakso alkaa **perusrahoitusoperaation** maksujen suorituspäivästä **EKP:n neuvoston** sellaisen kokouksen jälkeen, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen arvio rahapolitiikan mitoituksesta. **Euroopan keskuspankki** julkistaa pitoajanjaksojen aikataulun aina vähintään kolme kuukautta ennen vuoden alkua.

Raha-aggregaatti (monetary aggregate): Suure, joka sisältää **liikkeessä olevan rahan** määrän sekä tietyt **rahalaitosten** likvidit velat muille euroalueella oleville kuin rahalaitoksille tai valtionhallinnolle. **EKP:n neuvosto** on asettanut viitearvon raha-aggregaatti M3:n kasvulle (ks. myös **rahan määrän kasvun viitearvo**).

Rahalaitokset (Monetary Financial Institutions, MFIs): Rahoituslaitokset, jotka yhdessä muodostavat **euroalueen** rahaa liikkeeseen laskevan sektorin. Rahalaitoksia ovat eurojärjestelmä, kotimaassa olevat **luottolaitokset**, siten kuin ne on määritelty EU:n lainsäädännössä, ja kaikki muut kotimaassa olevat rahoituslaitokset, jotka ottavat vastaan talletuksia tai niiden läheisiä vastineita muilta kuin rahalaitoksilta ja myöntävät luottoja tai tekevät arvopaperisijoituksia omaan lukuunsa (ainakin taloudellisessa mielessä). Viimeksi mainittuun ryhmään kuuluu lähinnä **rahamarkkinarahastoja** eli rahastoja, jotka tekevät sijoituksia lyhytaikaisiin ja vähäriskisiin instrumentteihin yleensä enintään vuoden maturiteetilla.

Rahalaitossektorin konsolidoitu tase (consolidated balance sheet of the MFI sector): Tase, joka saadaan nettouttamalla **rahallaitosten** keskinäiset positiot (esim. rahalaitosten väliset lainat ja talletukset) niiden yhteenlasketussa taseessa. Se sisältää tilastotietoa rahalaitossektorin saamisista ja veloista **euroalueen** muiden sektorien toimijoihin (esim. **julkisyhteisöt**) ja euroalueen ulkopuolisiin toimijoihin nähden. Sitä käytetään ensisijaisena tilastolähteenä laskettaessa **raha-agregaatteja**, ja sen perusteella arvioidaan säännöllisesti **M3:n** vastaerien kehitystä.

Rahamarkkinarahasto (money market fund): Yhteissijoitusyritys, joka tekee sijoituksia ensisijaisesti rahamarkkinainstrumentteihin ja/tai muihin siirtokelpoisiin velkapapereihin, joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään vuosi, ja/tai jonka tavoitteleva tuotto prosentti on lähellä rahamarkkinainstrumenttien korkoja.

Rahamarkkinat (money market): Lyhytaikaisen rahoituksen ja lyhytaikaisten sijoitusten markkinat, joilla käydään kauppaa alkuperäiseltä maturiteetiltaan yleensä enintään vuoden instrumenteilla.

Rahan kysyntä (money demand): Rahan kysyntää (**rahallaitosten** keskinäistä rahan kysyntää lukuun ottamatta) kuvaava keskeinen taloudellinen riippuvuussuhde. Rahan kysyntä ilmaistaan usein funktiona, jossa muuttujina ovat hinnat, taloudellinen toiminta (tässä tapauksessa taloudessa tapahtuvien transaktioiden määrä) ja tietyt korkomuuttujat, joilla mitataan rahan hallussapidon vaihtoehtoiskustannuksia.

Rahan määrän kasvun viitearvo (reference value for monetary growth): M3:n kasvuvauhti, jonka ei katsota uhkaavan **hintavakautta** keskipitkällä aikavälillä.

Rahan määrän kasvutavoitteeseen perustuva strategia (monetary targeting): Rahapolitiikan strategia, jonka tavoitteena on **hintavakauden** ylläpitäminen. Tavoitteeseen pyritään tarkkailemalla rahan määrän kehityksen poikkeamia julistetusta tavoitteesta.

Rahan neutraalius (neutrality of money): Taloustieteen peruseriaate, jonka mukaan rahan määrän muutokset voivat pitkällä aikavälillä vaikuttaa vain talouden nimellisiin muuttujiin, eivät reaalsiin. Rahan määrän muutoksilla ei siis periaatteessa ole pitkäaikaista vaikutusta esimerkiksi tuotannon määrään, työttömyyteen tai reaalikorkoihin.

Rahaperusta (perusraha) (monetary base, base money): Liikkeessä oleva raha (setelit ja kolikot), luottolaitosten **eurojärjestelmään** tallettamat **vähimmäisvarannot** sekä luottolaitosten talletukset eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmässä. (Eurojärjestelmän taseen vastattavaa-puolella nämä erät ovat velkoja.)

Rahapolitiikan strategia (monetary policy strategy): Strategia kuvaa rahapolitiikan yleislinjaa. EKP:n rahapolitiikan osia ovat ensisijaisen tavoitteen eli hintavakauden kvantitatiivinen määritelmä sekä kaksi analyysia – taloudellinen ja rahatalouden analyysi. Näiden analyysien pohjalta **EKP:n neuvosto** tekee kokonaisarviointia hintavakauteen kohdistuvista riskeistä, ja myös sen rahapoliittiset päätökset perustuvat niihin. Rahapolitiikan strategia on myös väline, jonka avulla rahapoliittisia päätöksiä voidaan selittää suurelle yleisölle.

Rahapolitiikan välittymismekanismi (monetary policy transmission mechanism): Prosessi, jonka kautta rahapoliittiset päätökset (kuten **EKP:n neuvoston** korkopäätös **euroalueella**) vaikuttavat talouteen ja erityisesti hintatasoon.

Rahoitusjärjestelmän vakaus (financial stability): Tila, jossa rahoitusjärjestelmä (eli rahoituksen välittäjät, markkinat ja markkinainfrastruktuurit) kykenee kestämään häiriöitä ja rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksien purkautumisen ja joka pienentää siten sellaisten rahoituksenvälityksen häiriöiden todennäköisyyttä, jotka olisivat niin vakavia, että ne merkittävästi haittaisivat säästöjen ohjautumista kannattaviin sijoitusmahdollisuuksiin.

Rahoitusmarkkinat (financial markets): Markkinat, joilla toiset antavat ylimääräisiä varojaan lainaksi toisille, jotka tarvitsevat rahaa.

Rakenteellinen operaatio (structural operation): Avomarkkinaoperaatio, jonka **eurojärjestelmä** toteuttaa pääasiassa säädelläkseen rahoitussektorin rakenteellista maksuvalmiusasemaa eurojärjestelmään nähden.

Repo-operaatio (repurchase operation, repo): Likviditeettiä lisäävä **takaisinostostosopimukseen** perustuva **käänteisoperaatio**.

Sopimus Euroopan unionin toiminnasta (Treaty on the Functioning of the European Union): **Lissabonin sopimuksen** tultua voimaan 1.12.2009 Euroopan yhteisön perustamissopimuksen uudeksi nimeksi tuli sopimus Euroopan unionin toiminnasta. Alkuperäinen Rooman sopimuksena tunnettu sopimus allekirjoitettiin Roomassa 25.3.1957. Se tuli voimaan 1.1.1958, ja sillä perustettiin Euroopan talousyhteisö (ETY). Sitä muutettiin myöhemmin Maastrichtin sopimuksella eli Euroopan unionista tehdyllä sopimuksella, joka allekirjoitettiin 7.2.1992 ja tuli voimaan 1.11.1993. Näin perustettiin EU. Sittenmin sekä Euroopan yhteisön perustamissopimusta että sopimusta Euroopan unionista on muutettu Amsterdamin sopimuksella, joka allekirjoitettiin Amsterdamissa 2.10.1997 ja tuli voimaan 1.5.1999; Nizzan sopimuksella, joka allekirjoitettiin 26.2.2001 ja tuli voimaan 1.2.2003; sekä Lissabonin sopimuksella.

Suora kauppa (outright transaction): Omaisuuserien osto tai myynti suoraan markkinoilla (avista- tai termiinkauppana).

Survey of Professional Forecasters (SPF): EKP:n vuodesta 1999 järjestämä neljännesvuosittainen kyselytutkimus, jossa kootaan euroalueen inflaatiota, BKT:n kasvua ja työttömyyttä koskevia kokonaistaloudellisia ennusteita sekä rahoitusalan että muiden alojen asiantuntijoilta EU:ssa.

Swap (swap): Sopimus tulevien kassavirtojen vaihtamisesta ennalta sovitun kaavan mukaan (ks. **valuuttaswap**).

Takaisinostososopimus (repurchase agreement): Eräänlainen lainasopimus, jolla omaisuuserä (yleensä kiinteäkorkoinen arvopaperi) myydään ja sama omaisuuserä ostetaan myöhemmin takaisin, mutta hieman kalliimpaan hintaan (jolloin lainan antaja ikään kuin saa rahoilleen korkoa).

Talletusmahdollisuus (deposit facility): Eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmään kuuluva järjestely, jossa **vastapuolet** voivat tehdä kansallisiin keskuspankkeihin yön yli -talletuksia etukäteen vahvistetulla talletuskorolla (ks. **EKP:n ohjaukset**).

Talouden avoimuus (degree of openness): Talouden riippuvuus kaupasta muiden maiden/alueiden kanssa. Talouksien avoimuutta mitataan esim. kokonaisviennin ja -tuonnin suhteella BKT:hen.

Talous- ja rahaliitto (EMU) (Economic and Monetary Union, EMU): Prosessi, jonka myötä euroalueella on otettu käyttöön yhteinen raha (euro) ja alettu harjoittaa yhteistä rahapolitiikkaa. Lisäksi EU:n **jäsenvaltiot** koordinoivat talouspolitiikkaansa. Euroopan yhteisön perustamissopimukseen perustuva prosessi toteutettiin kolmessa vaiheessa. Kolmas eli viimeinen vaihe alkoi 1.1.1999. Tuolloin rahapoliittinen toimivalta siirtyi **Euroopan keskuspankille** ja euro otettiin käyttöön. Talous- ja rahaliiton valmistelut saatiin päätökseen 1.1.2002, kun eurosetelit ja -kolikot otettiin käyttöön.

Talous- ja rahoituskomitea (Economic and Financial Committee): Neuvoantava komitea, joka osallistuu **Ecofin-neuvoston** ja Euroopan komission työn valmisteluun. **Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen** artiklan 134 kohdassa 2 luetellaan talous- ja rahoituskomitean tehtävät, joihin kuuluvat mm. EU:n ja sen jäsenvaltioiden taloudellisen tilanteen ja rahoitustilanteen arviointi sekä julkisen talouden rahoitusaseman seuranta.

Talouspolitiikan laajat suuntaviivat (Broad Economic Policy Guidelines): EU:n ja sen jäsenvaltioiden talouspolitiikan suuntaviivat, jotka EU:n neuvosto antaa **Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen** artiklan 121 kohdan 2 mukaisesti.

TARGET2-järjestelmä (TARGET2): Toisen sukupolven **TARGET-järjestelmä**, jossa euromääräisten maksujen katteensiirto suoritetaan keskuspankkirahalla ja kaikki maksumääräykset käsitellään yhteisellä tietotekniikkaalustalla.

TARGET-järjestelmä (TARGET, Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): Eurojärjestelmän reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä, jossa välitetään euromääräisiä maksuja. Alkuperäinen TARGET-järjestelmä korvattiin **TARGET2-järjestelmällä** toukokuussa 2008.

Tehostettu luotonannon tukeminen (Enhanced Credit Support): Finanssi-kriisin aikana toteutetut EKP:n/eurojärjestelmän epätavanomaiset rahapoliittiset toimet. Niillä voitiin tukea rahoitusoloja ja luotonantoa tehokkaammin kuin pelkästään laskemalla EKP:n ohjauskorkoja.

Tilivelvollisuus (accountability): Riippumattoman organisaation oikeudellinen ja poliittinen velvoite perustella ja selittää päätöksensä asianmukaisesti kansalaisille ja heidän demokraattisesti valituille edustajilleen. Tilivelvollisuutensa vuoksi organisaatio on vastuussa tavoitteiden saavuttamisesta.

Tuotantokuilu (output gap): Talouden tosiasialisen ja potentiaalisen tuotannon ero prosentteina potentiaalisesta tuotannosta. Potentiaalisella tuotannolla tarkoitetaan tuotantoa, joka voitaisiin saavuttaa (ilman että inflaatio kiihtyisi), jos kaikki tuotannon tekijät olisivat käytössä.

Tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti (break-even inflation rate): Nimelliskorkoisen joukkolainan tuoton ja maturiteetiltaan (lähinnä) vastaavan inflaatioidon naisjoukkolainan tuoton ero.

Tuottokäyrä (yield curve): Tuottokäyrä kuvaa velkapaperien koron/tuoton ja jäljellä olevan laina-ajan eli maturiteetin välistä yhteyttä. Luottoriski on sama, mutta laina-aika vaihtelee. Tuottokäyrän muoto kertoo eripituisten lainojen korkoeroista.

Työhönosallistumisaste/työvoimaosuus (labour force participation rate):

Työvoimaan kuuluvien osuus koko työikäisestä väestöstä. Työikäisiksi lasketaan yleensä 15–64-vuotiaat. Työvoimaan kuuluvat sekä työlliset että työttömät.

Työllisyyspolitiikan suuntaviivat (Employment Guidelines):

EU:n ja sen jäsenvaltioiden työllisyyspolitiikan suuntaviivat, jotka **EU:n neuvosto** antaa **Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen** artiklan 148 kohdan 2 mukaisesti.

Työttömyysaste (unemployment rate): Työttömänä olevien henkilöiden prosentuaalinen osuus työvoimasta.

Työtön (unemployed): EU:n määritelmän mukaan 15–74-vuotias, joka on tarkasteluviikolla vailla työtä mutta käytettävissä työntekijänä ja hakee aktiivisesti työtä.

Työvoima (labour force): Työntekijät ja työttömät yhteensä.

Vaihtoehtokustannukset (opportunity cost): Varojen hallussapidon kustannuksia kuvaava muuttuja. Vaihtoehtokustannukset lasketaan yleensä vaihtoehtoisten sijoituskohteiden ja oman sijoituskohteen tuoton erona.

Vaihtuvakorkoinen huutokauppa (variable rate tender): Huutokauppa-menettely, jossa **vastapuolet** tekevät tarjouksen sekä rahamäärästä, josta ne haluavat tehdä kaupan keskuspankin kanssa, että sille maksettavasta korosta.

Vakaus- ja kasvusopimus (Stability and Growth Pact): Vakaus- ja kasvusopimuksen tarkoituksena on turvata julkisen talouden terveys EU:n jäsenvaltioissa ja luoda entistä paremmat edellytykset **hintavakaudelle** ja työllisyyttä edistävälle vahvalle, kestäväälle kasvulle. Sopimuksen mukaan jäsenvaltioiden on esimerkiksi asetettava itselleen keskipitkän aikavälin budjettitavoite. Siinä myös määritellään konkreettisesti **liiallisia alijäämiä koskeva menettely**. Sopimus muodostuu Eurooppa-neuvoston Amsterdamissa 17.6.1997 pitämän kokouksen vakaus- ja kasvusopimusta koskevasta päätöslauselmasta sekä kahdesta 7.7.1997 annetusta EU:n neuvoston asetuksesta (asetus (EY) N:o 1466/97 julkisyhteisöjen rahoitusaseman valvonnan sekä talouspolitiikan valvonnan ja yhteensovittamisen tehostamisesta, sellaisena kuin se on muutettuna 27.6.2005 annetulla asetuksella (EY) N:o 1055/2005, ja asetus (EY) N:o 1467/97 liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä, sellaisena kuin se on muutettuna 27.6.2005 annetulla asetuksella (EY) N:o 1056/2005). Vakaus- ja kasvusopimusta täydentää Ecofin-neuvoston selvitys vakaus- ja kasvusopimuksen täytäntöönpanon tehostamisesta, ”Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact”, joka hyväksyttiin Eurooppa-neuvoston kokouksessa Brysselissä 22.–23.3.2005. Sopimusta on lisäksi täydennetty **Ecofin-neuvoston** 11.10.2005 hyväksymillä uusilla menettelytapahojeilla, jotka koskevat sen täytäntöönpanoa sekä vakaus- ja lähentymisohjelmien muotoa ja sisältöä (”Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes”).

Vakaushjelmat (stability programmes): Euroalueen maiden keskipitkän aikavälin suunnitelmat, jotka sisältävät oletuksia talouden keskeisten muuttujien kehityksestä ja viitoittavat tien kohti **vakaus- ja kasvusopimuksen** mukaista julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitetta eli rahoitusasemaa, joka on lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen. Ohjelmissa esitetään julkisen talouden rahoitusasemaa vakauttavia toimia talousskenaarioiden pohjalta. Vakaushjelmat on tarkistettava vuosittain. **Euroopan komission ja talous- ja rahoituskomitean arvioiden perusteella Ecofin- neuvosto** tutkii, onko ohjelmassa asetettu julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoite asianmukainen ja onko mukana riittävä turvamarginaali liiallisen alijäämän välttämiseksi. Euroalueen ulkopuoliset EU:n jäsenvaltiot laativat vastaavasti vuosittain lähentymisohjelmat.

Vakiohuutokauppa (standard tender): Huutokauppamenettely, jota **eurojärjestelmä** käyttää säännöllisissä **avomarkkinaoperaatioissaan**. Vakiohuutokaupat käydään 24 tunnin kuluessa. Kaikilla yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävillä **vastapuolilla** on oikeus tehdä tarjouksia vakiohuutokaupoissa.

Vakuus (collateral): Omaisuuserä tai kolmannen osapuolen sitoumus, joka toimii takuuna sille, että vakuuden antaja vastaa velvoitteistaan vakuuden saajalle.

Vakuuskelpoiset omaisuuserät (hyväksyttävät vakuudet) (eligible assets, eligible collateral): Omaisuuseriä, joita voidaan käyttää **eurojärjestelmältä** saatavan luoton vakuutena.

Valuuttakurssitavoitteeseen perustuva strategia (exchange rate targeting): Rahapolitiikan strategia, jonka tavoitteena on pitää valuuttakurssi vakaana johonkin toiseen valuuttaan tai valuuttaryhmään nähden (tai jopa siihen kiinteästi sidottuna).

Valuuttaswap (foreign exchange swap): Samanaikainen avista- ja termiinkauppa kahden eri valuutan välillä.

Varantopohja (reserve base): Niiden tase-erien (erityisesti velkojen) summa, joiden perusteella **luottolaitoksen varantovelvoite** lasketaan.

Varantovelvoite (reserve requirement): Varantomäärä, joka **luottolaitoksen** on vähintään pidettävä **eurojärjestelmässä**. Varantovelvoitteen noudattaminen todetaan pitoajanjakson päivittäisten saldojen keskiarvon perusteella.

Vastapuoli (counterparty): Rahoitustransaktion (esim. keskuspankin kanssa tehtävän transaktion) vastakkainen osapuoli.

Velka (liability): Aiempiin tapahtumiin perustuva yrityksen nykyvelvoite, jonka suorittamisen odotetaan vievän yritykseltä sen taloudellista etua edustavia resursseja.

Velkapaperi (debt security): Liikkeeseenlaskijan (lainansaajan) lupaus suorittaa maksu tai maksuja velkapaperin haltijalle (lainanantajalle) ennalta sovittuna päivänä tai sovittuina päivinä. Velkapaperit ovat yleensä korollisia (kuponkikorko), tai ne myydään nimellisarvoaan halvemmalla. Jos alkuperäinen maturiteetti on yli vuoden, velkapaperi luokitellaan pitkäaikaiseksi. **Euroopan keskuspankin (EKP)** velkapaperitilastoon kuuluvat lisäksi rahamarkkinapaperit ja periaatteessa myös private placement -lainat.

Velkapaperimarkkinat (debt market): Velkainstrumenttien liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä papereilla. Joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskija maksaa velan takaisin sen erääntyessä.

Velkapaperiohjelma (Securities Markets Programme): EKP:n ohjelma, jossa tehdään ostoja euroalueen yksityisen ja julkisen sektorin velkapaperien markkinoilla. Näin pyritään varmistamaan syvät ja likvidit markkinat myös häiriöistä kärsivillä markkinalohkoilla ja palauttamaan **rahapolitiikan välittymismekanismin** toiminta asianmukaiseksi.

Velkasuhde (debt ratio): Yksi julkisen talouden kriteereistä, joiden pohjalta ratkaistaan, onko jollakin maalla liiallinen alijäämä (ks. **Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen** artiklan 126 kohta 2). Velkasuhde saadaan suhteuttamalla julkinen velka (**julkisyhteisöjen** konsolidoitu bruttomääräinen nimellisvelka vuoden lopussa) markkinahintaiseen bruttokansantuotteen. Julkinen velka määritellään pöytäkirjassa **liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä** (pöytäkirja n:o 12).

Velvoiteprosentti (reserve ratio): Keskuspankin kullekin varantopohjaan sisältyvälle tase-erien ryhmälle määrittelemä suhdeluku. Näiden suhdelukujen perusteella lasketaan **varantovelvoitteet**.

Vähimmäisvarannot (minimum reserves): Vähimmäissumma, joka **luottolaitoksen** on pidettävä keskuspankissa varantoina. **Eurojärjestelmän** vähimmäisvarantojärjestelmässä **luottolaitoksen** varantovelvoite lasketaan kertomalla sen **varantopohjaan** sisältyvien tase-erien ryhmien summat kullekin ryhmälle määritetyllä **velvoiteprosentilla**. Luottolaitokset saavat tehdä könttäsumma vähennyksen varantovelvoitteestaan.

Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI) (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP): Eurostatin laatima kuluttajahintaindikaattori, jossa kaikkien EU:n jäsenvaltioiden tiedot on yhdenmukaistettu. EKP:n kvantitatiivisessa hintavakauden määritelmässä käytetään vertailukohtana YKHI-indeksiä.

Yhdenmukaistetut suuntaviivat (Integrated Guidelines): **Euroopan unionin neuvoston** hyväksymät suuntaviivat kasvun ja työllisyyden edistämiseksi. Yhdenmukaistettuihin suuntaviivoihin sisältyvät **talouspolitiikan laajat suuntaviivat** ja **työllisyyspolitiikan suuntaviivat**.

Yksikkötyökustannukset (unit labour costs): Indikaattori, jolla mitataan euroalueen kokonaistyövoimakustannuksia tuotantoyksikköä kohden. Ne saadaan suhtettamalla työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset työn tuottavuuteen (BKT:n määrä työntekijää kohden).

Yritys (non-financial corporation): Yritys tai yritysmäinen yhteisö, joka ei toimi rahoituksen välittäjänä vaan tuottaa pääasiassa markkinatavaroita tai muita kuin rahoituspalveluja.

Yön yli -talletukset (overnight deposits): Seuraavana päivänä erääntyvät talletukset. Yön yli -talletuksiin luetaan pääasiassa sellaiset avistalletukset ja vaadittaessa maksettavat talletukset, jotka ovat täysin siirtokelpoisia (esimerkiksi sekilä). Yön yli -talletuksia ovat myös talletukset, jotka eivät ole siirtokelpoisia mutta jotka voidaan lunastaa vaadittaessa tai seuraavan pankkipäivän loppuun mennessä. Yön yli -talletukset sisältyvät **M1**:een (ja siten myös **M2**:een ja **M3**:een).

KIRJALLISUUTTA

LUKU 1

EKP:n virallisia julkaisuja

Vuosikertomus (1999–2010).

Lähentymisraportti (2000–2010).

”Monetary and exchange rate arrangements of the euro area with selected third countries and territories”, *Kuukausikatsaus*, huhtikuu 2006.

Kuukausikatsauksen erikoisnumero (englanniksi), toukokuu 2008.

”One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU”, *Kuukausikatsaus*, heinäkuu 2008.

”Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB”, *Kuukausikatsaus*, heinäkuu 2009.

”The ECB’s relations with European Union institutions and bodies – trends and prospects”, *Kuukausikatsaus*, tammikuu 2010.

Muita lähteitä

L. Bini Smaghi ja D. Gros (2000), *Open Issues in European Central Banking*, Macmillan Press.

V. Constâncio (2010), ”The establishment of the European Systemic Risk Board – challenges and opportunities”, alustuspuheenvuoro Eurofi Financial Forumin täysistunnossa aiheesta ”Implementing the de Larosière Agenda”, Bryssel, 29.9.2010.

Euroopan rahapoliittinen instituutti, *Lähentymisraportti*, maaliskuu 1998.

A. Jung, P. Moutot ja F. P. Mongelli (2010), ”How are the Eurosystem’s monetary policy decisions prepared?”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 48(2), s. 319–346.

H.–P. Scheller (2006), ”Euroopan keskuspankki – historia, rooli ja tehtävät”, toinen, tarkistettu painos.

G. Tumpel-Gugerell (2008), ”Ten years of European Monetary Union – what is the role of national central banks today?”, puhe Itävallan keskuspankin järjestämässä korkean tason paneelikeskustelussa, Bryssel, 6.5.2008.

LUKU 2

EKP:n virallisia julkaisuja

”Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan”, *Kuukausikatsaus*, huhtikuu 2005.

”The Lisbon Strategy – five years on”, *Kuukausikatsaus*, heinäkuu 2005.

”The reform of the Stability and Growth Pact”, *Kuukausikatsaus*, elokuu 2005.
Indicators of financial integration in the euro area, syyskuu 2005.

”Fiscal policies and financial markets”, *Kuukausikatsaus*, helmikuu 2006.

”The importance of public expenditure reform for economic growth and stability”, *Kuukausikatsaus*, huhtikuu 2006.

”Demographic change in the euro area: projections and consequences”, *Kuukausikatsaus*, lokakuu 2006.

- ”Challenges to fiscal sustainability in the euro area”, *Kuukausikatsaus*, helmikuu 2007.
- ”From government deficit to debt – bridging the gap”, *Kuukausikatsaus*, huhtikuu 2007.
- The euro bonds and derivatives market*, kesäkuu 2007.
- ”The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, *Kuukausikatsaus*, helmikuu 2008.
- Kuukausikatsaus*in erikoisnumero (englanniksi), *toukokuu 2008*.
- ”One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU”, *Kuukausikatsaus*, heinäkuu 2008.
- ”Ten years of the Stability and Growth Pact”, *Kuukausikatsaus*, lokakuu 2008.
- ”The functional composition of government spending in the European Union”, *Kuukausikatsaus*, huhtikuu 2009.
- Euro money market survey*, syyskuu 2009.
- ”Entitlements of households under government pension schemes in the euro area – results on the basis of the new system of national accounts”, *Kuukausikatsaus*, tammikuu 2010.
- ”Labour markets adjustments to the recession in the euro area”, *Kuukausikatsaus*, heinäkuu 2010.
- ”Harmonised ECB statistics on euro area investment funds and their analytical use for monetary policy purposes”, *Kuukausikatsaus*, elokuu 2010.
- Euro money market study*, joulukuu 2010.

Muita lähteitä

- M. G. Briotti, ”Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature”, *Occasional Paper Series*, nro 38, EKP, lokakuu 2005.
- L. Buldorini, S. Makrydakis ja C. Thimann, ”The effective exchange rates of the euro”, *Occasional Paper Series*, nro 2, EKP, helmikuu 2002.
- N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother ja J.–P. Vidal, ”Assessing fiscal soundness”, *Occasional Paper Series*, nro 56, EKP, maaliskuu 2007.
- R. Morris, H. Ongena ja L. Schuknecht, ”The reform and implementation of the Stability and Growth Pact”, *Occasional Paper Series*, nro 47, EKP, kesäkuu 2006.
- P. Moutot (toim.), D. Gerdesmeier, A. Lojschová ja J. von Landesberger, ”The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area”, *Occasional Paper Series*, nro 75, EKP, lokakuu 2007.
- EJRK:n rahapolitiikan komitean työryhmä, ”Competition, productivity and prices in the euro area services sector”, *Occasional Paper Series*, nro 44, EKP, huhtikuu 2006.
- J. Stark, ”Monetary and fiscal policy: criteria and timing for the phasing out of crisis measures”, puhe 80:nnessä Kieler Konjunkturgespräch -tapahtumassa, Berliini, 15.9.2009.
- J.–C. Trichet, ”European financial integration”, puhe 23:nnessä Internationales ZinsFORUM -tapahtumassa ”Zinsen 2009”, Frankfurt am Main, 11.12.2008.
- A. Van Riet (toim.), ”Euro area fiscal policies and the crisis”, *Occasional Paper Series*, nro 109, EKP, huhtikuu 2010.

LUKU 3

EKP:n virallisia julkaisuja

- ”Vakauteen tähtäävä eurojärjestelmän rahapolitiikan strategia”, *Kuukausikatsaus*, tammikuu 1999.
- ”Euroalueen raha-aggregaatit ja niiden merkitys eurojärjestelmän rahapolitiikan strategiassa”, *Kuukausikatsaus*, helmikuu 1999.
- ”EKP:n rahapolitiikan strategian kaksi pilaria”, *Kuukausikatsaus*, marraskuu 2000.
- A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, kesäkuu 2001.
- ”EKP:n tilivelvollisuus”, *Kuukausikatsaus*, marraskuu 2002.
- ”EKP:n rahapolitiikan avoimuus”, *Kuukausikatsaus*, marraskuu 2002.
- ”EKP:n arvio rahapolitiikan strategiasta”, *Kuukausikatsaus*, kesäkuu 2003.
- ”Monetary analysis in real time”, *Kuukausikatsaus*, lokakuu 2004.
- ”Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area”, *Kuukausikatsaus*, toukokuu 2005.
- ”The Harmonised Index of Consumer Prices – concept, properties and experience to date”, *Kuukausikatsaus*, heinäkuu 2005.
- ”The predictability of the ECB’s monetary policy”, *Kuukausikatsaus*, tammikuu 2006.
- ”Communicating monetary policy to financial markets”, *Kuukausikatsaus*, huhtikuu 2007.
- ”Price stability and growth”, *Kuukausikatsaus*, toukokuu 2008.
- ”The role of banks in the monetary policy transmission mechanism”, *Kuukausikatsaus*, elokuu 2008.
- ”Central bank communication in periods of heightened uncertainty”, *Kuukausikatsaus*, marraskuu 2009.
- ”Monetary analysis in an environment of financial turmoil”, *Kuukausikatsaus*, marraskuu 2009.
- ”New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, lehdistötiedote, 3.12.2009.
- ECB statistics: a brief overview*, huhtikuu 2010.
- ”Monetary policy transmission in the euro area, a decade after the introduction of the euro”, *Kuukausikatsaus*, toukokuu 2010.
- ”The ‘Great Inflation’ – lessons for monetary policy”, *Kuukausikatsaus*, toukokuu 2010.
- ”Tools for preparing short-term projections of euro area inflation”, *Kuukausikatsaus*, toukokuu 2010.
- ”The ECB’s response to the financial crisis”, *Kuukausikatsaus*, lokakuu 2010.
- ”Enhancing the monetary analysis”, *Kuukausikatsaus*, marraskuu 2010.
- ”Asset price bubbles and monetary policy revisited”, *Kuukausikatsaus*, marraskuu 2010.

Muita lähteitä

- Y. Altunbas, L. Gambacorta ja D. Marqués-Ibáñez, ”Does monetary policy affect bank risk-taking?”, *Working Paper Series*, nro 1166, EKP, 2010.

- I. Angeloni, A. Kashyap ja B. Mojon, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, 2003.
- A. Beyer ja L. Reichlin (toim.) ”The role of money – money and monetary policy in the 21st century”, EKP:n neljäs keskuspankkikonferenssi, marraskuu 2006.
- C. Borio ja H. Zhu, ”Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?”, *Working Paper Series*, nro 268, Kansainvälinen järjestelypankki, 2008.
- W. Duisenberg, ”The ECB’s quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas”, kirje Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan puheenjohtajalle Christa Randzio-Plathille, 16.10.2001.
- W. Duisenberg, ”The ECB’s monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability”, kirje Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan puheenjohtajalle Christa Randzio-Plathille, 13.12.2001.
- A. Herrero, V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan ja B. Winkler (toim.), ”Why price stability?”, EKP:n ensimmäinen keskuspankkikonferenssi, EKP, kesäkuu 2003.
- J. M. González-Páramo, ”National Accounts for monetary policy making – reflections on the use of the euro area accounts in the light of the financial crisis”, puhe kansantalouden tilinpitoa käsitelleessä Eurostatin konferenssissa ”Reading the present to prepare the future”, Bryssel, 16.9.2009.
- O. Issing (toim.) *Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy*, marraskuu 2003.
- O. Issing, ”Communication, transparency, accountability – monetary policy in the twenty-first century”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 87(2), s. 65–83.
- P. Moutot ja G. Vitale, ”Monetary policy strategy in a global environment”, *Occasional Paper Series*, nro 106, EKP, elokuu 2009.
- L. Papademos, ”Financial stability and macro-prudential supervision – objectives, instruments and the role of the ECB”, puhe EKP:n Watchers Conference -tapahtumassa, Frankfurt am Main, 4.9.2009.
- L. Papademos ja J. Stark (toim.), *Enhancing the monetary analysis*, EKP, 2010.
- J. Stark, ”Enhancing the ECB’s monetary analysis – what have we learnt?”, puhe EKP:n Watchers Conference -tapahtumassa, Frankfurt am Main, 9.7.2010.
- J.–C. Trichet, ”Credible alertness revisited”, puhe Federal Reserve Bank of Kansasin vuotuisessa seminaarissa, Jackson Hole, Wyoming, 22.8.2009.
- J.–C. Trichet, ”The ECB’s exit strategy”, puhe EKP:n Watchers Conference -tapahtumassa, Frankfurt am Main, 4.9.2009.

LUKU 4

EKP:n virallisia julkaisuja

- ”The liquidity management of the ECB”, *Kuukausikatsaus*, toukokuu 2002.
- ”Muutoksia eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmään”, *Kuukausikatsaus*, elokuu 2003.

- ”Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, *Kuukausikatsaus*, helmikuu 2005.
Kuukausikatsauksen erikoisnumero (englanniksi), toukokuu 2008.
- ”The implementation of monetary policy since August 2007”, *Kuukausikatsaus*, heinäkuu 2009.
- ”The ECB’s monetary policy stance during the financial crisis”, *Kuukausikatsaus*, tammikuu 2010.
- ”Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 10.2.–11.5.2010”, *Kuukausikatsaus*, kesäkuu 2010.
- ”The ECB’s response to the financial crisis”, *Kuukausikatsaus*, lokakuu 2010.
- ”*Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella – yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä*”, syyskuu 2011.

Muita lähteitä

- U. Bindseil, *Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present*, Oxford University Press, 2004.
- P. Mercier, ”The Liquidity Management of the Eurosystem during the Financial Turmoil”, *Revue Bancaire et Financière*, Vol. 2–3, s. 96–104, 2009.
- P. Mercier ja F. Papadia (toim.), *Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, Oxford University Press, 2011.
- J.–C. Trichet, ”The financial crisis and the ECB’s response”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 48, s. 7–19, 2010.

LUKU 5

EKP:n virallisia julkaisuja

EKP:n rahapolitiittisia päätöksiä selostetaan tarkemmin seuraavissa virallisissa lähteissä:

- EKP:n pääjohtajan alustuspuheenvuorot lehdistötilaisuuksissa
- EKP:n Kuukausikatsausten pääkirjoitukset
- EKP:n pääjohtajan lausunnot Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnassa
- EKP:n vuosikertomukset

Kuukausikatsauksen erikoisnumero (englanniksi), toukokuu 2008.

”The ECB’s monetary policy stance during the financial crisis”, *Kuukausikatsaus*, tammikuu 2010.

”The ECB’s response to the financial crisis”, *Kuukausikatsaus*, lokakuu 2010.

Muita lähteitä

- Kansainvälinen valuuttarahasto, ”Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries” (eri aiheita).
- O. Issing, ”The ECB’s Monetary Policy: Experience after the First Year”, *Journal for Policy Modelling*, Vol. 22(3), s. 325–343, 2000.
- Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö (OECD), ”Economic Surveys: Euro Area” (eri aiheita).

J.-C. Trichet, "The financial crisis and the ECB's response", *Journal of Common Market Studies*, Vol. 48, s. 7–19, 2010.

J.-C. Trichet, "Reflections on the nature of monetary policy non-standard measures and finance theory", avauspuheenvuoro EKP:n kuudennessa keskuspankkikonferenssissa, Frankfurt am Main, 18.11.2010.

HAKEMISTO

- Aliarvostus 42, 95, 131
Alijäämäsuhte 34–36, 131, 136
Avoimuus 20, 49, 60, 63, 83–85, 87, 90, 143
Avomarkkinaoperaatio 11, 89, 91–93, 100, 102–103, 107–108, 110, 131, 135, 139, 142, 145
Deflaatio 9, 56–57, 65–67, 82, 131
Ecofin-neuvosto 14, 131–132, 143, 145
Ecu (Euroopan valuuttayksikkö) 131
Efektiiviset valuuttakurssit 71, 115, 133
EKP:n johtokunta 16, 18–20, 86, 131, 133, 135
EKP:n neuvosto 7, 9–11, 15, 18–21, 24–27, 43, 62–65, 68, 70, 75–76, 80, 86–87, 95–96, 98–102, 113–114, 117–120, 124–125, 131, 133, 135, 140–141
EKP:n ohjauskorot 62, 90, 95, 99, 113–114, 116–118, 120, 122, 132, 138, 142–143
EKP:n yleisneuvosto 18, 19, 132
Eläkerahasto 39–40, 52, 132, 138
Ennakoivat indikaattorit 132
Ennustettavuus 85
Epätavanomaiset rahapolitiiset toimet 10, 43, 62, 87–88, 96, 114, 120–124, 132, 143
Euriborkorko 42–43, 121, 132
Euro 7, 10, 13–14, 19, 21–22, 24–25, 27, 30, 40–41, 43–45, 48–49, 53–54, 72, 87, 94, 97–98, 100, 103, 105, 108–111, 115, 117, 122, 124, 128, 131, 133–134, 138, 143
Euroalue 7, 9, 11, 13–14, 16–20, 29–34, 36–54, 61, 63–66, 69–75, 77, 80, 84, 86–90, 92–95, 97, 99–101, 106, 110–111, 113–114, 117–125, 128–129, 132–137, 139–143, 145–147
Euroalueen laajentuminen 13
Eurojärjestelmä 7, 11, 13–17, 19, 21, 24, 42, 48–50, 57–58, 63–64, 72, 74–75, 86–104, 106–111, 113, 116–117, 120–123, 128–129, 131, 133–135, 138–143, 145–146
Eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijoiden arviot 74–75, 131, 133
Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmä 1995 (EKT 95) 72, 133, 136
Euroopan keskuspankki (EKP) 9, 13, 22–24, 127–128, 131–135, 138, 140, 143, 146
Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) 13, 24, 127–128, 133–134, 138
Euroopan komissio 16–17, 22, 30, 34, 37, 54, 64, 72, 117, 127,–128, 134, 143, 145
Euroopan parlamentti 16, 22–24, 26, 84, 86, 134–135
Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) 19, 68, 127–128, 134
Euroopan unioni (EU) 7, 9, 13–19, 21–22, 25–26, 33, 35, 57, 63, 65, 84, 87, 90, 118, 123, 127, 131–139, 142–144, 146–147
Euroopan unionin neuvosto, EU:n neuvosto 15–17, 19, 33, 35, 84, 128, 131–132, 134–135, 137, 143–144, 147
Eurooppa-neuvosto 16, 20, 22, 26, 36, 127–128, 133–135, 144–145
Eurostat 30, 32, 37–38, 40, 53, 64, 66, 88, 115, 117, 134, 147
Euroryhmä 14, 134
Eoniakorko 43, 95–97, 123, 132
Futuuri 42–43, 73, 135
Hienosäätöoperaatio 91–93, 100, 102–103, 107, 110–111, 119, 131, 135
Hintavakaus 7, 9–11, 13–16, 19, 21, 29, 33, 55–57, 61–71, 74–85, 87–90, 113–116, 118–122, 124–125, 127, 135, 141, 144, 147

Hintavakautta uhkaavat riskit 9, 15, 33, 63, 68–69, 79–81, 85, 88, 113–116, 118–120

Inflaatoriskipreemio 56, 73, 135

Inflaatiotavoitteeseen perustuva strategia 69, 135

Irtisanomisehtoiset talletukset 135

Johdannainen 39, 42–44, 52, 73, 135, 139

Joukkolainamarkkinat 46, 73, 135

Julkisen talouden rahoitusasemaa koskeva viitearvo 135

Julkisyhteisöt 26, 30, 32–36, 38–41, 44–46, 72, 131, 136–137, 140, 144, 146

Jäsenvaltio 13–17, 19, 22–25, 27, 33–36, 38, 65, 72, 93–94, 100, 127–128, 131–134, 136–138, 143–145, 147

Kahdenvälinen keskusturssi 128

Kansallinen keskuspankki 13, 15–21, 23–27, 35, 43, 49, 71, 75, 86, 89, 91–94, 97, 100, 102–104, 107, 114, 127–128, 131–134, 136, 138, 142

Keskuspankin riippumattomuus 11, 14–15, 18, 83, 136

Kiinteäkorkoinen huutokauppa 96, 100–101, 110, 122, 136

Korkotermiini 42, 44, 136

Kotitaloudet 7, 34, 38–41, 48, 50, 52, 56–57, 59–60, 70–72, 75, 79, 89, 101, 124, 136, 137, 139

Käänteisoperaatio 91–92, 102–104, 131, 137, 139, 142

Lainat 17, 30, 38–41, 49, 52, 58–60, 77, 92, 97, 109, 116, 118–119, 137, 140, 144

Liiallisia alijäämiä koskeva menettely 15, 33, 35–36, 72, 131, 135, 137, 144, 146

Liikkeessä oleva raha 50–51, 89, 107–110, 137–138, 140–141

Lissabonin sopimus 7, 9, 13, 19, 137, 142

Luotonanto 10, 42, 49, 79–80, 82–83, 87–88, 101, 114, 120–122, 137, 143

Luottolaitos 16–17, 23, 26–27, 39, 42, 48, 71, 89–90, 92–93, 95–100, 106–109, 111, 121, 138, 140–141, 145–146

Lähentymiskriteerit 138

M1 50, 116, 138, 147

M2 50, 135, 138–139, 147

M3 50–51, 76–78, 116, 135, 137–141, 147

Maastrichtin sopimus 142

Maksuvalmiusjärjestelmä 11, 89, 90–93, 95–96, 104–109, 138, 141–142

Maksuvalmiusluotto 91, 93, 95–96, 104–108, 114, 116, 132, 138

Marginaalikorko 99, 101, 111, 138

Minimitarjouskorko 96, 101, 111, 117, 138

Muu rahoituksenvälittäjä 39, 48, 52, 138–139

Määräaikaistalletukset 50–51, 91, 98, 102–103, 131, 138–139

Nimellinen efektiivinen valuuttakurssi 115, 133

Nimellinen jäykkyys 66

Omaisuserä 42, 51, 60, 80–82, 93–95, 103, 109, 118, 122, 131, 137, 139, 142, 145

Optio 42–43, 139

Osakemarkkinat 46–47, 139

Pankkien luotonantokysely 72, 78, 139

Pankkien väliset rahamarkkinat 139

Perusrahoitusoperaatio 91, 93, 95–96, 98–103, 107–111, 114, 116–117, 119–120, 122–123, 131–132, 139–140

Pitempiaikainen rahoitusoperaatio 91–93, 100, 102–103, 108–111, 122, 131, 139

Pitkät korot 14, 59, 138, 140

Pitoajanjakso 96–100, 102, 104–106, 108–111, 120, 140, 146

Raha-aggregaatti 50–51, 69, 71, 75, 78, 138, 140

Rahalaitos 25, 29, 39–41, 44–45, 48–52, 71, 90, 135, 137–141

Rahalaitossektorin konsolidoitu tase 49–50, 77, 140

Rahamarkkinarahasto 39–40, 48,
 50–51, 71, 138, 140
 Rahamarkkinat 17, 41–44, 58, 62–63,
 89–90, 92, 95, 97, 101–102, 106,
 108, 110, 120–122, 132, 139, 141
 Rahan kysyntä 10, 77, 80, 141
 Rahan määrän kasvun viitearvo
 140–141
 Rahan määrän kasvutavoitteeseen
 perustuva strategia 68–69, 85, 141
 Rahan neutraalius 55, 141
 Rahaperusta 55, 58, 89, 141
 Rahapolitiikan strategia 7, 9–11, 55,
 62–63, 68, 76, 80, 82–89, 113,
 135, 141, 145
 Rahapolitiikan välittymismekanismi
 10–11, 32, 43, 55, 58, 61–63, 67,
 80–81, 88, 90, 123–124, 141, 146
 Rahoitusmarkkinat 10, 11, 16–17, 27,
 33, 38–46, 48, 52, 60, 62, 70–74,
 76, 79–80, 82–83, 85–87, 89–90,
 93–94, 98, 101, 105, 111, 113–
 114, 117–124, 131, 142
 Rakenteellinen operaatio 91–92, 100,
 103–104, 107, 131, 142
 Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi
 133
 Repo-operaatio 142
 Sijoitus, investointi 33, 56–59, 118–
 119, 135, 140–141
 Sopimus Euroopan unionista 13–14,
 18, 21–22, 127, 137, 139, 142
 Sopimus Euroopan unionin toiminnas-
 ta 7, 13–19, 21–22, 26, 33, 35, 57,
 63, 84, 87, 90, 123, 131–146
 Suora kauppa 93–94, 103–104, 131,
 142
 Survey of Professional Forecasters 70,
 72, 118, 142
 Swap 42, 73, 142
 Takaisinostosopimus 27, 42–43,
 50–51, 92–93, 97–98, 103, 137–
 138, 142
 Talletusmahdollisuus 91, 93, 95, 107,
 104–109, 138, 142
 Talouden avoimuus 60, 143
 Talous- ja rahaliiton / EMUn kolmas
 vaihe 33, 35, 94, 97, 110, 113–
 114, 127–129, 131, 143
 Talous- ja rahaliitto (EMU) 7, 15, 21,
 33, 35, 41, 57, 88, 94, 97, 113–
 114, 127–129, 131, 134, 143
 Talous- ja rahoituskomitea 143, 145
 Talouspolitiikan laajat suuntaviivat 35,
 134, 143, 147
 TARGET 43, 143
 TARGET2 143
 Tehostettu luotonannon tukeminen 10,
 87, 114, 120–122, 143
 Tilivelvollisuus 83–84, 87, 134, 143
 Tuotantokuilu 143
 Tuotot yhtenäistävä inflaatiouvauhti 73,
 118, 144
 Tuottokäyrä 71, 144
 Työhönosallistumisaste/työvoima-
 osuus 30–32, 144
 Työllisyyspolitiikan suuntaviivat 134,
 144, 147
 Työttömyysaste 29–32, 72, 144
 Työtön 29, 31, 144
 Työvoima 29–31, 144
 Uskottavuus 7, 10, 35, 61, 84–85,
 87–88, 124
 Vaihtoehtoiskustannukset 141, 144
 Vaihtuvakorkoinen huutokauppa 96,
 100–102, 138, 144
 Vakaus- ja kasvusopimus 7, 15, 33,
 35–36, 72, 136–137, 144–145
 Vakausohjelmat 36, 145
 Vakiohuutokauppa 93, 100, 102, 104,
 139, 145
 Vakuus 26, 27, 42–44, 60, 92–95, 103,
 111, 122, 131–132, 137–138, 145
 Vakuuskelpoinen omaisuuserä 94–95,
 103, 145
 Valuuttakurssitavoitteeseen perustuva
 strategia 69, 145
 Valuuttaswap 43–44, 91, 93, 102–103,
 108, 131, 142, 145
 Varantopohja 97–100, 145–146
 Varantovelvoite 89, 97–101, 106–111,
 140, 145–146

Vastapuoli 42–44, 48, 89, 91–97,
99–103, 106, 110–111, 136, 138,
142, 144–146

Velka 30, 32–35, 37, 40, 44, 49–52,
58, 72, 97, 124, 135, 137–138,
140–141, 145–146

Velkapaperi 38–40, 42, 44–46, 49–51,
87, 91, 98, 109, 114, 121, 123–
124, 135–140, 144, 146

Velkapaperimarkkinat 42, 44, 46,
123–124, 146

Velkapaperiohjelma 87, 109, 114, 121,
123–124, 146

Velkasuhde 34–36, 136, 146

Velvoiteprosentti 97–98, 100, 146

Vähimmäisvarannot 27, 58, 71, 89,
96–99, 102, 106, 141, 146

Välittymismekanismi 10–11, 32, 43,
55, 58, 61–63, 67, 78–81, 88, 90,
123–124, 141, 146

Yhdennetyt suuntaviivat 134, 147

Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindek-
si (YKHI) 9, 63–64, 71, 135, 147

Yksikkötyökustannukset 147

Yritykset 23, 35, 38–41, 45–48, 52,
56–57, 59–61, 71–72, 75, 79, 89,
101, 118, 124, 132, 137–139, 146

Yön yli -talletukset 50–51, 98, 107,
142, 147

ISBN 978-92-899-0829-0



9 789289 908290